

*Pubblicazione trimestrale*  
Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB (VARESE)  
ISSN 0485-2281  
Anno LXXIV

N. 1 - Gennaio-Marzo 2023



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

# RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

*Rivista pubblicata con il patrocinio del  
Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili  
Accreditata presso l'Accademia Italiana di Economia Aziendale*

 **GIUFFRÈ**  
GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

## COMITATO DIRETTIVO

GIUSEPPE BERNONI - ANTONIO CANU - MARCELLA CARADONNA - SERGIO CAMELLA - ERNESTO FRANCO CARELLA - MICHELE CASINI - VITTORIO CODA LINO DE VECCHI - SERGIO GALIMBERTI - ALBERTO GIUSSANI - LUIGI GUATRI MICHAELA MARCARINI - MASSIMO MIANI - GIOVANNI NAPODANO - ANTONIO ORTOLANI - UGO POLLICE - ANGELO PROVASOLI - ALESSANDRO SAVORANA GIOVANNI SIANO - ALESSANDRO SOLIDORO - AMIR SONGHORIAN - GIANBATTISTA STOPPANI - TULLIO TURRI - ROBERTA ZORLONI

## COMITATO SCIENTIFICO

PAOLO ANDREI - LUIGI BORRÈ - GIORGIO BRUNETTI - FABIO BUTTIGNON SILVANO CORBELLA - FRANCO DALLA SEGA - MARA FACCIO - GIOVANNI MARIA GAREGNANI - GIORGIO GOTTI - PIETRO MAZZOLA - FRANCESCO PODDIGHE LUCIO POTITO - LORENZO POZZA - MARCO REBOA - UGO SOSTERO - MARCO TROMBETTA - GABRIELE VILLA

## REDAZIONE

**DOTTRINA:** GIOVANNI MARIA GAREGNANI (COORDINATORE)

**ATTUALITÀ E PRATICA PROFESSIONALE:** MASSIMILIANO NOVA (COORDINATORE):

- PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI: MICHELE CASÒ
- PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE: ANDREA AMADUZZI - GIOVANNI LIBERATORE
- CORPORATE GOVERNANCE: ROSALBA CASIRAGHI - NICOLÒ ZANGHI
- ALTRI TEMI IN MATERIA ECONOMICO-AZIENDALE: MASSIMILIANO NOVA
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE: MARIO NOTARI - MARCO VENTORUZZO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCURSALE: ALESSANDRO SOLIDORO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA: ENRICO BASILE - LUCA TROYER
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA: FRANCESCO TUNDO - GIUSEPPE ZIZZO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE: GIUSEPPE MARINO

**ALTRI TEMI D'INTERESSE PER LA PROFESSIONE:**

- ANDAMENTO CONGIUNTURALE: ALBERTO FADELLI
- SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE: ELENA FORNARA

## SEGRETERIA DI REDAZIONE

VALENTINA CORTELLAZZI - STEFANO PASETTO

## DIREZIONE

MARCO REBOA (direttore responsabile) - GIOVANNI MARIA GAREGNANI (direttore scientifico)  
MASSIMILIANO NOVA (co-editor responsabile di Attualità e Pratica Professionale)  
MICHELE CASÒ (co-editor) - SILVANO CORBELLA (co-editor)  
GIULIANO IANNOTTA (co-editor) - ANGELO RUSSO (co-editor)

## OBIETTIVI EDITORIALI

La sezione "dottrina" della Rivista ospita contributi originali, afferenti all'attività professionale del commercialista, in tema di economia aziendale, *corporate governance*, *financial e managerial accounting*, *auditing* e controllo interno, concernenti sia il settore privato che il settore pubblico.

I contributi, selezionati in base ad una procedura di doppio referaggio anonimo, devono prevedere dapprima un chiaro inquadramento del tema ed il conseguente obiettivo del lavoro, per poi esplicitare la metodologia di indagine, le ipotesi di lavoro, le conclusioni raggiunte sul punto da precedenti lavori di dottrina; a chiudere, l'esposizione dei risultati ottenuti e le conclusioni.

I contributi possono essere basati sia su ricerche empiriche, sia su indagini condotte con taglio prevalentemente deduttivo; in entrambi i casi, devono essere chiaramente esplicitati gli elementi di novità o di avanzamento delle conoscenze cui il lavoro consente di pervenire.

La sezione "attualità e pratica professionale" ospita invece contributi dal taglio operativo relativi a temi comunque di interesse professionale, riguardanti sia le aree tematiche che afferiscono alla sezione "dottrina" sia alle aree dell'attualità e della giurisprudenza in tema di diritto civile, commerciale, fallimentare, penale commerciale, tributario, comunitario e internazionale. I contributi sono selezionati dai redattori.

---

**DIREZIONE E REDAZIONE:** Corso Europa, 11 - 20122 Milano - e-mail: redazione-rdc@odcec.mi.it.

**AMMINISTRAZIONE:** casa editrice Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.,  
**via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano - tel. 02/38.089.200 - fax 02/38089432**  
**Internet: <http://www.giuffre.it> - e-mail: [vendite@giuffre.it](mailto:vendite@giuffre.it)**

**PUBBLICITÀ:** casa editrice Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.,  
Servizio Pubblicità - **via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano - tel. 02/38.089.335 - fax 02/38089426**  
**e-mail: [periodici@giuffre.it](mailto:periodici@giuffre.it)**

---

# RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

PUBBLICATA A CURA DELL'ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI MILANO

---

## SOMMARIO

Pag.

### Dottrina

LE DEROGHE CONTABILI NEL CONTESTO DELL'EMERGENZA COVID-19: PRIME EVIDENZE  
EMPIRICHE

di Costanza di Fabio, Elisa Roncagliolo e Lorenzo Simoni ..... 1

*L'epidemia da COVID-19 ha notevolmente influenzato le prestazioni delle imprese, minacciando persino la loro sopravvivenza. In tale contesto, il Governo Italiano ha introdotto alcune deroghe temporanee ai criteri di valutazione previsti dai principi contabili nazionali. Ciò premesso, il presente studio approfondisce l'adozione delle deroghe temporanee da parte delle imprese e l'informativa che di queste ne è stata data nei bilanci d'esercizio 2020. A tal fine, si sono raccolte ed esaminate le informazioni fornite da 258 società italiane nel loro bilancio relativo al suddetto esercizio. I risultati hanno fatto emergere alcune criticità, visto che, se è vero che le imprese abbiano fatto un uso limitato delle eccezioni legate al principio della continuità aziendale e alla neutralizzazione delle perdite, altrettanto vero è che, al contrario, le imprese sono ricorse con maggior frequenza al differimento degli ammortamenti e alla rivalutazione dei cespiti, il che ha nei fatti consentito un miglioramento della situazione patrimoniale e finanziaria complessiva e, quindi, della performance. Inoltre, l'informativa fornita nei bilanci appare fortemente limitata, il che ne riduce (se non annulla) la reale utilità per gli stakeholder.*

### Attualità e pratica professionale

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

« L'evoluzione dell'informativa climate-related nelle Relazioni finanziarie 2021 delle società quotate in Italia » (di AMBRA FIORINA, ALESSIA MAGGI, ALESSANDRA CER-  
RUTI, MARCELA TOTA, MASSIMILIANO SEMPRINI e MAURO DI BARTOLOMEO) ..... 23

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

« Il valutatore e l'informazione prospettica delle PMI: alcune prime proposte operative » (di NICOLA AGNOLI e MARTINO ZAMBONI) ..... 43

« <i>Prolegomeni alle perizie di valutazione aziendale</i> » (di ALDO BOMPANI) .....	55
<i>Attualità in tema di: IVSC Perspectives Paper: Survey – Unlocking the Potential of ESG – UN Latin America and the Caribbean Climate Week 2022 – IVAS-IVSC Business Valuation Conference 2022 – IVS translated into French – Perspectives Paper: Rethinking Brand Value – EACVA IVSC – The European Business Valuation Magazine – Accordo di IVSC e IOSCO – Brand Finance GFT 2022 – Risk &amp; Uncertainty in Valuation – Intervista a Stephanie Sparvero di Bloomberg sulla trasparenza dei dati e standards globali – IVS General Standards Improvement Project 2023 – Intervista con Olivier Mege su Real Quality Rating – EBVM – Articolo di Nick Talbot sulla professione valutativa nel 2023 – Board of Trustee di IVSC – IPEV Guidelines – OIV Business Valuation International Conference, Valuation challenges and solutions</i> .....	68
CORPORATE GOVERNANCE	
« <i>Say on climate, dall'attivismo all'obbligo: nuovi doveri degli amministratori</i> » (di CLAUDIA RICCHETTI) .....	91
<i>Attualità in tema di: 40° e 41° aggiornamento delle “Disposizioni di vigilanza per le banche” di Banca d'Italia – Protocollo d'intesa tra Consob e Banca d'Italia riguardo autorizzazione al ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate – Richiamo di attenzione all'applicazione dei nuovi principi contabili Banca d'Italia, Consob e IVASS – Linee guida di Assolombarda all'applicazione della tassonomia nelle aziende – Quaderno Consob sulla “Finanza sostenibile” – Note e Studi 1/2023 di Assonime “L'evoluzione dell'organo amministrativo tra sostenibilità e trasformazione digitale” – Studio di Banca d'Italia sulla “ESG disclosure” – Corporate Sustainability Reporting Directive – Relazione sulla evoluzione della Corporate Governance delle società quotate</i> .....	101
GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE	
<i>Massime in tema di: Società estinta e onere della prova della distribuzione dell'attivo fra gli ex soci – Cessione a titolo oneroso da parte del socio a terzi dei versamenti “in conto capitale”: disciplina applicabile – Non possibilità di attribuire agli arbitri il potere di decidere l'esclusione del socio di una società semplice – Non assimilabilità del recesso del socio di società a responsabilità limitata alla cessione per atto fra vivi della quota di partecipazione al capitale – Ammissibilità dell'esclusione del socio amministratore – Non possibilità di ricorrere alla clausola compromissoria per l'azione di responsabilità nei confronti dell'amministratore promossa dal socio – Ammissibilità della proposizione di domanda di riconoscimento di socio accomodante occulto rispetto a quella di riconoscimento della qualità di socio di fatto, originariamente proposta – Qualificazione di società di faccio dell'associazione non riconosciuta che svolge attività commerciale – L'espressione “sede amministrativa” risultante dal registro delle imprese è idonea ad esprimere sinteticamente il concetto di sede effettiva</i> .....	107

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

- « *Il modello francese di allerta: spunti di riflessioni sul modello italiano alla luce della Direttiva Insolvency* » (di TIZIANA GHIOTTO) ..... 113
- « *Liquidazione coatta amministrativa delle società cooperative. Il punto della situazione tra antichi problemi, criticità insuperate e nuove regolamentazioni* » (di TIZIANA GHIOTTO) ..... 129
- Massime in tema di: Giudizio Amministrativo – Fallimento del ricorrente – Interruzione del processo – Dies a quo del termine di riassunzione – Promittente acquirente e azione ex art. 2932 c.c. – Mutamento della domanda – Credito risarcitorio – Istanza di fallimento nei confronti del promittente venditore – Ammissibilità – Istanza di fallimento – Prova della non fallibilità – Bilanci ultimi tre anni – Strumenti probatori diversi – Vari immobili ipotecati – Creditore ipotecario di secondo grado – Tempi di vendita – Irrilevanza – Surroga – La soluzione dell’eventuale conflitto tra il creditore ipotecario di secondo grado – Azione revocatoria ordinaria – Subentro del Curatore.* ..... 141

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D’IMPRESA

- « *Principali novità della riforma della giustizia penale “Cartabia” di particolare interesse per imprese e professionisti* » (di ROSSANA LUGLI) ..... 143

*Massime in tema di:*

- Reati fallimentari – Circostanze attenuanti – Bancarotta fraudolenta documentale – Danno patrimoniale di speciale tenuità di cui all’art. 219, comma 3 l. fall. – Configurabilità – Condizioni – Reati tributari – Frode fiscale – Successiva dichiarazione integrativa – Rilevanza penale – Condizioni – Reati fiscali – Indebita compensazione – Apposizione del cd. “visto leggero” – Sussistenza del dolo – Reati contro il patrimonio – Autoriciclaggio – Clausola di non punibilità di cui al comma 4 – Configurabilità – Condizioni – Amministratore di fatto – Accertamento della qualifica – Indici valorizzabili – Significatività e continuità – Indicazione* ..... 159

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO TRIBUTARIO

- « *L’abuso unchained* » (di GIUSEPPE ZIZZO) ..... 161
- « *Le declinazioni della clausola generale antiabuso nell’ordinamento europeo e nazionale* » (di ROBERTO BABORO) ..... 165

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

- « *Convenzione bilaterale franco-brasiliana: il rilievo dirimente della “clausola contro le doppie imposizioni” e l’applicabilità ai “contributi di solidarietà”* ». Nota alle sentenze del Conseil d’État, 8e et 3e chambres réunies, nn. 440307 e 455943, dell’11 dicembre 2020 e del 14 aprile 2022 (di GIUSEPPE FERLITO) ..... 179

*Massime della Corte di Giustizia dell'Unione Europea in tema di:*

*IVA: Rinvio pregiudiziale – Armonizzazione delle normative fiscali – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 203 – Rettifica della dichiarazione IVA – Destinatari di prestazioni non legittimati alla detrazione – Esclusione del rischio di perdita di gettito fiscale; Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 168 – Diritto a detrazione dell'IVA – Principi di neutralità fiscale, di effettività e di proporzionalità – Frode – Prova – Obbligo di diligenza del soggetto passivo – Presa in considerazione di una violazione degli obblighi derivanti da disposizioni nazionali e dal diritto dell'Unione relative alla sicurezza della catena alimentare – Mandato conferito dal soggetto passivo a un terzo per effettuare le operazioni soggette ad imposta – Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea – Articolo 47 – Diritto ad un processo equo; Rinvio pregiudiziale – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Sesta direttiva 77/388/CEE – Articolo 4, paragrafo 4, secondo comma – Soggetti passivi – Facoltà per gli Stati membri di considerare come unico soggetto passivo persone giuridicamente indipendenti ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi (“gruppo IVA”) – Normativa nazionale che designa la società madre del gruppo IVA come unico soggetto passivo – Prestazioni interne al gruppo IVA – Articolo 6, paragrafo 2, lettera b) – Prestazioni di servizi fornite a titolo gratuito – Nozione di “fini estranei all'impresa; Rinvio pregiudiziale – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Sesta direttiva 77/388/CEE – Articolo 4, paragrafo 4, secondo comma – Soggetti passivi – Facoltà per gli Stati membri di considerare come unico soggetto passivo entità giuridicamente indipendenti, ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi (“gruppo IVA”) – Normativa nazionale che designa la società madre del gruppo IVA come unico soggetto passivo – Nozione di “stretti vincoli finanziari” – Necessità per la società madre di disporre della maggioranza dei diritti di voto, oltre alla maggioranza partecipativa – Insussistenza – Valutazione dell'indipendenza di un'entità economica alla luce dei criteri standardizzati – Portata; Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 132, paragrafo 1, lettera c) – Esenzioni a favore di alcune attività di interesse pubblico – Prestazioni mediche nell'ambito delle professioni mediche e paramediche – Servizio utilizzato da una compagnia di assicurazioni per verificare l'esattezza della diagnosi di una malattia grave nonché per ricercare e fornire le migliori cure e trattamenti disponibili all'estero; Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articoli 167 e 168 – Diritto alla detrazione dell'IVA assolta a monte – Principio del divieto di frode – Catena di cessioni – Diniego del diritto a detrazione in caso di evasione – Soggetto passivo – Secondo acquirente di un bene – Evasione relativa a una parte dell'IVA dovuta all'atto del primo acquisto – Portata del diniego del diritto a detrazione; Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 26, paragrafo 1, lettera b) – Prestazioni di servizi a titolo gratuito – Attribuzione a titolo gratuito di buoni acquisto al personale dell'impresa del soggetto passivo nell'ambito di*

<i>un programma di riconoscimento dei meriti e di premiazione – Operazioni assimilate a prestazioni di servizi a titolo oneroso – Portata – Principio della neutralità fiscale .....</i>	184
<i>Accise: Rinvio pregiudiziale – Direttiva 2003/96/CE – Tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità – Articolo 5, quarto trattino – Aliquote di accisa differenziate in funzione dell'uso commerciale, o meno, di tali prodotti – Esenzioni e riduzioni fiscali facoltative – Presentazione di una domanda di riduzione fiscale facoltativa dopo la scadenza del termine previsto a tal fine ma prima della scadenza del termine di liquidazione dell'imposta di cui trattasi – Principio della certezza del diritto – Principio di effettività – Principio di proporzionalità; .....</i>	183
<i>Imposte indirette sulla raccolta di capitali: Rinvio pregiudiziale – Direttiva 2008/7/CE – Articolo 5, paragrafo 2, lettera a) – Imposte indirette sulla raccolta di capitali – Imposta di bollo sui servizi di commercializzazione di quote di fondi comuni d'investimento collettivo in valori mobiliari a capitale variabile; .....</i>	183
<i>Scambio automatico di informazioni: Rinvio pregiudiziale – Cooperazione amministrativa nel settore fiscale – Scambio automatico obbligatorio di informazioni con riferimento ai meccanismi transfrontalieri soggetti all'obbligo di notifica – Direttiva 2011/16/UE, come modificata dalla direttiva (UE) 2018/822 – Articolo 8 bis ter, paragrafo 5 – Validità – Segreto professionale degli avvocati – Esenzione dall'obbligo di comunicazione a favore dell'avvocato intermediario soggetto al segreto professionale – Obbligo di tale avvocato intermediario di notificare a un eventuale altro intermediario che non sia il suo cliente gli obblighi di comunicazione che gli spettano – Articoli 7 e 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea .....</i>	184
<i>Attualità in tema di: European Parliament – Relazione del Parlamento europeo – Commissione per i problemi economici e monetari, del 9 dicembre 2022, sulla proposta di direttiva del Consiglio che stabilisce norme per prevenire l'uso improprio di società di comodo ai fini fiscali e che modifica la direttiva 2011/16/UE .....</i>	192

### **Altri temi di interesse per la professione**

#### **ANDAMENTO CONGIUNTURALE**

*Il quadro macroeconomico risulta migliore delle previsioni. In particolare, l'economia USA, ma anche il quadro economico dell'Eurozona, ha retto in termini di PIL e le prospettive appaiono migliori alla luce della mancata crisi energetica. Più stabile l'Asia, dove si è assistito, tra l'altro, a un rallentamento dell'economia giapponese nell'ultimo trimestre 2022. Le manovre delle Banche Centrali (per contenere l'inflazione) hanno influito sui rendimenti nell'ambito del credito globale che attualmente offrono un'interessante opportunità di carry per gli investitori dell'obbligazionario. Questo influisce*

SOMMARIO

*nei fatti sull'azionario visto che limitano lo spazio per la crescita delle valutazioni. In termini di valute, si potrebbe manifestare un rafforzamento dell'Euro rispetto alle altre valute, vista la politica aggressiva della BCE sui tassi* ..... 197

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

*Corporate governance* ..... 205

*Diritto commerciale* ..... 206

*Diritto tributario* ..... 207

# MEMENTOIMPRESA

Il sistema di informazione per i responsabili  
delle funzioni Fisco e Lavoro.  
Gestire l'azienda non deve essere un'impresa.



Per maggiori informazioni  
**mementoimpresa.it**

# MEMENTOPIÙ TASK MANAGER

Il tuo studio non è mai stato  
così efficiente



Per maggiori informazioni  
[taskmanager.mementopiu.it](https://taskmanager.mementopiu.it)

 GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

seguici su     

## LE DEROGHE CONTABILI NEL CONTESTO DELL'EMERGENZA COVID-19: PRIME EVIDENZE EMPIRICHE

di COSTANZA DI FABIO, ELISA RONCAGLIOLO e LORENZO SIMONI

---

**Abstract:** *The COVID-19 outbreak has notably influenced companies' performance, even threatening their survival. In such a context, the Italian government introduced several temporary exceptions to the measurement criteria required by national accounting principles; these exceptions could apply to the 2020 financial statements. Against this background, this study investigates the adoption of the temporary exceptions and related disclosure. To this aim, we hand-collected information provided by 258 Italian companies in the 2020 financial statements. Results highlight some critical issues. Evidence shows a limited use of the exceptions related to the going concern principle and the neutralization of losses. By contrast, companies frequently resorted to measures such as the postponement of depreciation charges and the asset revaluation, which allowed improving the overall financial position and performance. Moreover, disclosure provided on the exceptions is limited and scarcely informative to users.*

---

### 1. Introduzione.

L'evoluzione della pandemia da COVID-19 e l'esplicarsi dei suoi effetti sulle economie degli Stati interessati hanno in vario modo condizionato — quando non travolto — la situazione economico-finanziaria e patrimoniale delle imprese, con effetti drammatici sulla crescita del PIL mondiale (Fondo Monetario Internazionale 2020). L'aggravarsi della situazione si è riflesso in significative incertezze gravanti tanto sul mercato azionario e sulla capacità degli analisti di effettuare previsioni attendibili sulla ripresa quanto sulla rappresentazione di bilancio di tutte le imprese tenute a redigerlo (Doni, Liberatore 2021; Quagli et al. 2021).

In un contesto tanto incerto, da un lato le autorità di controllo dei mercati finanziari a livello nazionale e internazionale hanno più volte richiamato l'attenzione dei redattori del bilancio su alcuni principi chiave per la preparazione dell'informativa al fine di contenere — per quanto possibile — le asimmetrie informative (Capuano 2021). D'altro lato, a livello prettamente nazionale, sono state introdotte numerose misure di supporto alle imprese (Acunzo 2020). I provvedimenti sono stati ispirati dalla volontà di ridurre l'impatto della contingenza su fatturato e liquidità delle imprese, al fine di contenere i prevedibili tagli alla forza lavoro e le procedure concorsuali associate al peggioramento della *performance* e alle tensioni di liquidità. Le imprese italiane hanno beneficiato di misure di sostegno specialmente nella

forma di finanziamenti agevolati, contributi a fondo perduto e crediti d'imposta, con un complessivo effetto di mitigazione degli effetti economico-finanziari della pandemia sulle aziende (Buchetti et al. 2022).

Inoltre, le società italiane assoggettate alla normativa contabile nazionale hanno potuto fruire anche di una normativa emergenziale concepita *ad hoc* e specificamente finalizzata alla preparazione del bilancio in deroga ad alcune delle prescrizioni cardine del diritto contabile (valutazione delle voci nella prospettiva di continuità aziendale, rivalutazione delle immobilizzazioni materiali e immateriali, ammortamento delle immobilizzazioni).

Nonostante studi recenti abbiano sottolineato i rischi conseguenti a modifiche temporanee della normativa contabile (Buchetti et al. 2022), non è ancora chiaro quale sia il comportamento effettivamente tenuto dai redattori del bilancio dinanzi a molteplici 'deroghe emergenziali' fruibili e quale sia poi l'effetto in bilancio della scelta. Il presente studio si propone di contribuire alla letteratura sull'impiego dell'*accounting* quale strumento per la gestione di situazioni emergenziali (Kothari, Lester 2012; Sargiacomo 2015; Padovani, Iacuzzi 2021; Buchetti et al. 2022) esaminando la frequenza con la quale le imprese italiane hanno applicato le deroghe emergenziali e l'informativa di bilancio fornita a supporto del ricorso ad esse. A questo proposito, nonostante si sia sviluppato un ampio dibattito nazionale circa la genesi ed i presupposti della normativa ed i potenziali riflessi della sua applicazione (Sura 2021), questo è uno dei primissimi studi che adduce evidenze empiriche circa l'effettivo ricorso alle deroghe.

In questa sede, l'impiego di strumenti contabili in situazioni emergenziali viene affrontato nello specifico contesto delle *private firms*, in quanto le società quotate (tipicamente *IFRS adopter*) non hanno potuto fruire delle deroghe concesse dal legislatore. L'approfondimento del comportamento contabile delle *private firms* risulta di particolare interesse in quanto le evidenze disponibili sul tema risultano piuttosto contenute benché, da un lato, la questione abbia evidenti implicazioni circa la protezione degli interessi degli azionisti di minoranza in un contesto di proprietà concentrata e informazioni private (Hope, Vyas 2017; Vanstraelen, Schelleman 2017; Habib et al 2018; Bar-Yosef et al 2019) e, dall'altro, sovente nel contesto europeo — ed in particolare in quello italiano — sia possibile accedere con relativa semplicità al fascicolo di bilancio di queste società in quanto documento pubblico (Beuselinck et al 2021).

Il contributo propone un'analisi empirica dell'informativa del bilancio dell'esercizio 2020 di 258 società, condotta attraverso la raccolta di informazioni di natura prevalentemente qualitativa fornite in Nota Integrativa o, eventualmente, nella Relazione sulla gestione in merito all'applicazione delle deroghe per il bilancio dell'esercizio 2020 <sup>(1)</sup>. L'analisi ha in misura preva-

---

(1) L'attività di monitoraggio sui bilanci OIC è stata svolta dall'Università degli Studi di Genova nell'ambito dell'Osservatorio dei Bilanci e della Comunicazione Finanziaria, un'asso-

lente riguardato il ricorso delle aziende alle deroghe introdotte dalla normativa emergenziale e si è poi estesa ad alcune misure già in vigore — quali la possibilità di non svalutare i titoli del circolante in presenza di valori di mercato calanti — che presentano particolare rilievo in una situazione tanto critica quale quella pandemica.

Le evidenze qui raccolte mostrano come le imprese abbiano fatto ricorso alle deroghe in modo non uniforme e come, di fatto, le imprese siano risultate interessate all'applicazione delle misure a beneficio della struttura patrimoniale e del risultato economico. Al contrario, le deroghe il cui sfruttamento segnali uno stato di difficoltà al potenziale finanziatore, tipicamente più avverso al rischio e attento ai numeri di bilancio in tempi di incertezza (Lang, Maffett 2011), sono state raramente impiegate ancorché in grado di assicurare la continuazione della normale attività d'impresa. Da un lato, i risultati mostrano, infatti, che assai di rado le aziende menzionano il ricorso alle misure 'salva-vita', cioè a quelle sulla continuità aziendale e all'eventuale disapplicazione delle norme in merito allo scioglimento della società per perdite superiori a 1/3 del capitale (Quagli 2021a). In un contesto tanto critico quanto quello 2020, questa scelta pare ispirata soprattutto all'interesse per evitare di segnalare ai fruitori del bilancio un'eventuale grave compromissione degli equilibri aziendali. Dall'altro lato, risultano più utilizzate le deroghe sulla sospensione degli ammortamenti e sulla rivalutazione delle immobilizzazioni.

Infine, le evidenze portano alla luce notevoli differenze nell'ambito delle aziende analizzate: l'informativa di bilancio risulta caratterizzata da un soddisfacente livello di chiarezza e completezza nella prospettiva del fruitore soltanto in alcuni casi. Nella maggioranza dei casi emerge, invece, un'informativa scarna e standardizzata, poco utile a favorire la comprensione dell'effettiva situazione aziendale, del tutto in contrasto con la domanda di un'informativa finanziaria di alta qualità in un contesto economico incerto (Cui et al. 2021).

Le evidenze qui presentate sul comportamento contabile delle aziende che applicano la normativa contabile nazionale rivelano un atteggiamento dei redattori del tutto in linea con quelle presentate dagli studi condotti a valle dell'entrata in vigore del D.lgs. 139/2015 (Cordazzo, Bianchi 2018; Teodori, Bartolini 2018; Avallone et al. 2020; Ramassa et al. 2021) <sup>(2)</sup>.

---

ciazione senza scopo di lucro che ha tra i suoi obiettivi l'analisi sistematica dei comportamenti contabili delle imprese e della *compliance* dei bilanci con i principi contabili nazionali. L'attività di ricerca dell'Università degli Studi di Genova — fondatrice dell'associazione insieme al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, alla Università degli Studi della Campania L. Vanvitelli, all'Università degli Studi di Brescia, all'Università degli Studi di Firenze, all'Università degli Studi di Parma e all'Università Ca' Foscari di Venezia — si concentra in particolare sul *financial reporting*.

<sup>(2)</sup> Le evidenze empiriche di questo filone hanno, nel complesso, rivelato una diffusa propensione delle aziende per l'opzione meno gravosa, tradottasi nello sfruttamento delle possibilità offerte dalla normativa stessa (ad esempio, nel caso degli esoneri consentiti dal principio di rilevanza), non di rado a detrimento della capacità informativa dei bilanci.

Il presente contributo è strutturato come segue. Il paragrafo 2 riepiloga le misure adottate nel contesto pandemico e con impatto sul bilancio, focalizzandosi in via precipua sulla normativa contabile di natura emergenziale promulgata dal legislatore italiano. Il paragrafo 3 illustra la metodologia di ricerca e la selezione del campione, mentre il capitolo 4 presenta i risultati della ricerca empirica. Il paragrafo 5, infine, propone la discussione dei risultati e le conclusioni dello studio.

## **2. Le deroghe contabili nel quadro delle misure con impatto sul bilancio 2020.**

Alla luce degli effetti della pandemia sui mercati finanziari e sull'economia reale, diverse sono state le misure adottate dal Governo che hanno avuto impatto sul bilancio. Guardando all'incertezza dilagante sui mercati e all'associato rischio di asimmetrie informative, le autorità di controllo dei mercati finanziari, da una parte, hanno definito chiare priorità di *enforcement* alla luce del contesto (ESMA 2020a) e, dall'altra, si sono adoperate per mantenere salda l'attenzione dei redattori su alcuni principi chiave per la preparazione dell'informativa di bilancio (Capuano 2021; Quagli 2021b). Nel loro complesso, gli interventi sono stati guidati da un rilevante accento posto sull'importanza di un'informativa esauriente ed *entity specific* nella prospettiva di un contenimento dell'incertezza legata al contesto pandemico (IOSCO, 2020), specie con riferimento agli impatti della pandemia (ESMA 2020b), alle perdite attese sui crediti (ESMA 2020c) e con particolare attenzione alle semestrali 2020, la cui redazione appariva particolarmente sfidante nel nuovo contesto di emergenza pandemica (ESMA 2020d; Consob 2020). Per il contesto nazionale, nell'aprile 2020 la Consob si è espressa tramite il Richiamo d'attenzione n. 6, chiarendo la natura principalmente *non-adjusting* dell'epidemia da Covid-19, raccomandando cautela ed accuratezza nell'ambito delle valutazioni di continuità, in quelle relative all'*impairment* e nella relativa informativa e richiamando l'attenzione degli emittenti a fornire informazioni aggiornate nella Relazione sulla gestione sui rischi derivanti dalla pandemia, sulle misure intraprese o pianificate per mitigarli e sugli impatti attesi.

A livello nazionale, da un lato, sono state introdotte numerose misure di sostegno all'economia reale ispirate dalla volontà di ridurre l'impatto della pandemia sul fatturato e sulla liquidità delle imprese; le imprese hanno quindi beneficiato di sostegni specialmente nella forma di finanziamenti agevolati, contributi a fondo perduto e crediti d'imposta (Acunzo 2020). Dall'altro lato, il legislatore ha sviluppato una normativa contabile emergenziale *ad hoc*, che consentisse la preparazione del bilancio in deroga ad alcune prescrizioni cardine. Tuttavia, di questa normativa hanno potuto beneficiare soltanto le società che redigono il bilancio secondo la normativa civilistica e i principi OIC, mentre le società redigenti il bilancio secondo gli *standard*

contabili internazionali sono rimaste, invece, sostanzialmente al di fuori dal perimetro di applicazione della stessa <sup>(3)</sup>.

Nello specifico, le misure emergenziali sono riconducibili a due diverse categorie di interventi (Quagli 2021a). Una prima categoria di deroghe può essere considerata salva-vita per le imprese, in quanto finalizzata a preservare la continuità aziendale di aziende le cui *performance* risultano aggravate dal contesto pandemico (Mezzabotta 2020) <sup>(4)</sup>. Sono considerate in tale prima categoria le deroghe relative (i) alla possibilità di non dover dimostrare la sussistenza del presupposto della continuità aziendale nel bilancio dell'esercizio 2020 nel caso in cui tale presupposto sussistesse al termine dell'esercizio precedente e (ii) alla disapplicazione delle norme civilistiche in merito all'obbligo di ricapitalizzare, trasformare o sciogliere la società per perdite superiori a 1/3 del capitale, permettendo di sterilizzare gli effetti delle perdite emerse nell'esercizio 2020 fino a cinque esercizi successivi <sup>(5)</sup>.

Il secondo tipo di deroghe è invece intervenuto modificando i criteri valutativi relativi ad alcune poste del bilancio. In particolare, il legislatore ha previsto la possibilità di (i) non svalutare titoli e partecipazioni iscritti nel capitale circolante <sup>(6)</sup>, (ii) sospendere anche integralmente la rilevazione a conto economico degli ammortamenti delle immobilizzazioni, pur riconoscendone la deducibilità fiscale e prevedendo lo stanziamento ad apposita riserva indisponibile di utili o riserve disponibili corrispondenti all'ammortamento non stanziato, e (iii) procedere alla rivalutazione di immobilizzazioni materiali e immateriali nei limiti del loro valore corrente con possibilità di effettuare la rivalutazione solo ai fini civilistici o anche fiscali sostenendo un'imposta sostitutiva agevolata con aliquota del 3%.

---

<sup>(3)</sup> Per quanto riguarda le società che redigono il bilancio secondo gli standard internazionali, è entrato in vigore un emendamento all'IFRS 16, inerente alla contabilizzazione dei *leasing*, specificamente teso a mitigare gli effetti del Covid-19. L'emendamento è finalizzato alla neutralizzazione delle variazioni dei pagamenti dei canoni (fino al 30 giugno 2021) conseguenti ad accordi tra le parti alla luce degli effetti negativi del Covid-19; grazie all'intervento, i locatari non sono stati obbligati a rideterminare la passività finanziaria verso il locatore e l'associata attività.

<sup>(4)</sup> Permangono dubbi sull'applicabilità di tali deroghe società che adottano gli IFRS. Alcuni organismi si sono pronunciati su uno dei due provvedimenti salva-vita. In particolare, Assonime ha espresso parere favorevole alla possibilità di applicare la deroga sulla continuità aziendale per le imprese IFRS. Al contrario, il documento interpretativo OIC e il documento della Fondazione Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (FNDCEC) sembrano propendere per l'applicazione di tali deroghe alle sole società che redigono il bilancio secondo il Codice Civile e gli OIC. Nessuna interpretazione è stata fornita per l'altra tipologia di deroga salva-vita. Alla luce di tale quadro, le imprese potrebbero interpretare l'ambito di applicabilità della normativa in modo diverso.

<sup>(5)</sup> La sterilizzazione degli effetti si riferisce alla mancata applicazione degli obblighi civilistici in merito al reintegro delle perdite superiori a 1/3 del capitale (artt. 2446 e 2447 c.c.). Nell'ipotesi in cui una perdita di tale entità sia emersa nell'esercizio 2020 gli amministratori devono comunque convocare prontamente l'assemblea, ma hanno la possibilità di rinviare la decisione sul reintegro della perdita o la riduzione del capitale all'assemblea di approvazione del bilancio degli anni successivi fino al massimo al quinto anno successivo, ossia il 2025.

<sup>(6)</sup> In realtà, la disposizione non ha rappresentato soltanto una risposta alle esigenze determinate dal contesto pandemico. Il provvedimento era già stato approvato nel 2018 per sostenere le imprese dinanzi alle turbolenze dei mercati finanziari (D.L. n. 119/2018) e, alla luce delle criticità emerse con la pandemia, si è deciso di prorogare la misura anche all'esercizio 2020.

Occorre inoltre ricordare un'ulteriore agevolazione che ha avuto per oggetto i termini per l'approvazione del bilancio. Considerate le possibili difficoltà nella convocazione dell'assemblea dovute alle restrizioni imposte dall'emergenza sanitaria, infatti, il D.L. 18/2020 ha previsto la facoltà di convocare l'assemblea ordinaria entro il termine di 180 giorni — anziché 120 giorni — dalla chiusura dell'esercizio senza la necessità di motivare l'utilizzo del maggior termine<sup>(7)</sup>. Lo stesso decreto ha inoltre previsto la possibilità di introdurre modalità di voto “a distanza”, anche in deroga alle disposizioni statutarie, per favorire la partecipazione dei soci all'assemblea nonostante le restrizioni in vigore.

I provvedimenti qui esposti hanno rappresentato un'importante azione del legislatore, con impatto significativo sulla redazione del bilancio; per questo, la loro introduzione avrebbe potuto essere accompagnata da un dibattito che coinvolgesse attivamente — per lo meno — lo *standard setter* nazionale (Sura 2021). Nonostante si tratti di interventi fondati sulla meritevole intenzione di tutelare il tessuto produttivo del Paese, numerose sono state le criticità sollevate dalla dottrina con riferimento soprattutto alle deroghe riconducibili alla seconda categoria perché ritenute dannose per la salvaguardia del contenuto informativo del documento di bilancio e non realmente utili ad assicurare la continuità aziendale (Quagli 2020; Buchetti et al, 2022).

A questo proposito, il dibattito dottrinale ha lasciato emergere numerosi dubbi per ciò che concerne la deroga sulla sospensione degli ammortamenti, che sarebbe ritenuta oltremodo pericolosa in quanto tesa a scardinare il principio generale della sistematicità del processo di ammortamento (Russo, Musumeci 2021), rappresentando la legittimazione di fatto delle politiche di bilancio (De Angelis 2021; Quagli 2021b). A ciò si aggiunga che gli impatti sul bilancio dovuti a questa sospensione emergenziale si ripercuoteranno anche negli esercizi successivi (Russo, Musumeci 2021), vista anche la recente decisione di prorogare la deroga in questione agli esercizi 2021 e 2022, determinando una straordinarietà dell'imputazione degli ammortamenti lungo un arco temporale non a priori conoscibile e soprattutto differente da azienda ad azienda (Aprile 2021a) e generando effetti distorsivi sull'interpretazione delle performance aziendali (Aprile 2021b). La deroga in sé può apparire superflua dal momento che le norme civilistiche avrebbero permesso di non imputare costi per ammortamenti ricorrendo a quanto stabilito dall'art. 2426, comma 2, secondo il quale le quote di ammortamento possono essere variate da un esercizio all'altro (“Eventuali modifiche dei criteri di ammortamento e dei coefficienti applicati devono essere motivate nella nota

---

(7) Il termine di 180 giorni è da intendersi per la prima convocazione dell'assemblea. A tale termine si possono sommare ulteriori 30 giorni per l'eventuale approvazione del bilancio in seconda convocazione, raggiungendo così un periodo massimo entro il quale deve essere approvato il bilancio di 210 giorni.

integrativa”) e giustificando l'appello a tale norma in funzione del minor utilizzo degli impianti nell'esercizio 2020 (Quagli 2020).

In questa prospettiva, non minor dibattito si è generato attorno alla possibilità di effettuare rivalutazioni. Al di là dei profili tecnici di effettuazione delle rivalutazioni (Bolognesi, De Giosa 2021), diversi autori sottolineano i profili di vantaggio di un provvedimento che permette di sostenere la capitalizzazione delle aziende (Cecchetto, Billone 2020; Nastri, Volante 2021). I principali vantaggi sono determinati soprattutto dalla flessibilità offerta alle aziende in termini di tipologie di beni oggetto di rivalutazione, sulla possibilità di far valere la rivalutazione anche a fini fiscali e in tale ultimo caso l'indubbio vantaggio garantito dall'aliquota fiscale agevolata.

Il presente contributo si inserisce in questo dibattito e, alla luce dei precedenti contributi sull'applicazione della normativa contabile nazionale a valle dell'entrata in vigore del D.lgs. 139/2015 (Cordazzo, Bianchi 2018; Teodori, Bartolini 2018; Avallone et al. 2020; Ramassa et al. 2021), si propone di esaminare con quale frequenza siano state utilizzate le deroghe contabili e formulare una valutazione d'insieme circa l'informativa fornita a supporto del ricorso alle stesse.

### **3. La metodologia della ricerca.**

#### **3.1. Il campione di aziende.**

L'analisi empirica è stata condotta su un campione di imprese italiane non quotate che redigono il bilancio dettagliato o in forma abbreviata con dettaglio della composizione dei crediti e debiti secondo il Codice Civile e i principi dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC). Il campione è stato selezionato mediante un processo di doppia stratificazione basata sui quartili di valore della produzione per il 2019 e sui settori colpiti da chiusure nel corso del 2020. Con riferimento a quest'ultimo punto, un settore è stato classificato come colpito da chiusure se almeno una volta nel corso del 2020 è stata disposta la sospensione delle attività delle imprese del comparto, identificato dai codici Ateco 2007. Alla luce di tale stratificazione, la composizione del campione riflette quella della popolazione di riferimento in merito all'incidenza delle diverse classi dimensionali e del numero di imprese colpite da chiusure.

La popolazione di riferimento è stata definita selezionando dalla banca dati Aida Bureau Van Dijk in data 16/12/2021 le imprese attive non quotate in forma di società di capitali con bilanci dettagliati, o abbreviati con dettaglio di debiti e crediti, e dati disponibili per il 2019 e il 2020. Sono state escluse le società finanziarie (ATECO 64, 65 e 66), le società con ricavi pari a 0 e quelle senza bilancio ottico per il 2020. Alla data di estrazione, erano presenti 37.208 imprese con queste caratteristiche, il 52,1% delle quali operanti in settori colpiti da restrizioni.

Dopo aver stratificato la popolazione di imprese per quartile di valore della produzione 2019 e appartenenza a settori colpiti da restrizioni, sono state estratte casualmente 258 imprese, la cui composizione riflette quella della popolazione. In particolare, sono state estratte 65 imprese dal secondo e dal quarto quartile di valore della produzione e 64 dal primo e dal terzo quartile<sup>(8)</sup>. Nel campione utilizzato nel presente studio, 134 imprese appartengono a settori colpiti da restrizioni (circa il 52%), mentre 124 operano in settori non colpiti.

### **3.2. Il modello per la rilevazione delle informazioni.**

L'analisi si è concentrata sulla Nota Integrativa e, per quanto concerne le informazioni sulla continuità, sulla parte della Relazione sulla Gestione dedicata alla prevedibile evoluzione della gestione<sup>(9)</sup>. Per ogni deroga sono state raccolte informazioni circa l'esercizio della stessa. Inoltre, sono state raccolte informazioni sul livello di dettaglio dell'informativa fornita da ciascuna impresa in merito alle scelte compiute. Per ogni deroga, infatti, è richiesta la comunicazione di alcune informazioni nella Nota Integrativa.

In caso di esercizio della deroga sulla continuità aziendale, le imprese devono darne comunicazione nella descrizione delle politiche contabili e fornire informazioni sulle incertezze significative in merito alla capacità di costituire un complesso economico funzionante, sui fattori di rischio e sugli effetti che tali fattori hanno sulla situazione economica e finanziaria. Se un'impresa decide di usare la deroga relativa alle perdite che erodono il capitale sociale portandolo al di sotto delle soglie previste per la ricapitalizzazione o la trasformazione della società, la Nota Integrativa deve riportare informazioni su tali perdite.

Nel caso di sospensione degli ammortamenti, l'impresa deve indicare la motivazione alla base della scelta, la misura in cui gli ammortamenti sono stati sospesi, i cespiti interessati e i riflessi di tale scelta sulla situazione economica e finanziaria. Le imprese dovrebbero, inoltre, fornire indicazioni sulla costituzione di una riserva indisponibile per un importo pari agli ammortamenti non stanziati. In modo analogo, in caso di rivalutazione occorre specificare la tipologia di beni rivalutati e il metodo contabile usato per registrare la rivalutazione. Infine, in caso di mancata svalutazione di titoli iscritti nell'attivo circolante, la Nota Integrativa deve indicare la modalità di individuazione dei titoli oggetto di deroga, la differenza tra il valore di

---

<sup>(8)</sup> La selezione casuale è stata compiuta mediante l'utilizzo della funzione "CASUALE" di Microsoft Excel.

<sup>(9)</sup> Le informazioni sulla continuità aziendale potrebbero eventualmente essere inserite anche nella Relazione sulla gestione. Per tale ragione, l'analisi della Relazione sulla gestione è stata effettuata per completezza al fine di evitare l'omissione di dati e informazioni dovuta ad un eventuale diverso posizionamento in bilancio di indicazioni sulla continuità aziendale.

bilancio e il valore di mercato e le motivazioni che hanno portato a ritenere che la perdita di valore non sia durevole.

La Tabella 1 illustra le informazioni raccolte per ogni tipologia di deroga sulla base delle disposizioni richiamate.

TABELLA 1 - Informazioni raccolte nei bilanci

<b>Tipologia di deroga</b>	<b>Dati oggetto di rilevazione</b>
<i>Possibilità di slittamento dei termini di approvazione del bilancio</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Data di approvazione del bilancio 2020</li> </ul>
<i>Possibilità di non dimostrare la continuità aziendale</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presenza di informativa sulla continuità</li> <li>• Indicazione dello sfruttamento della possibilità di non dimostrare la continuità</li> <li>• Indicazione della sussistenza del presupposto di continuità al 2019</li> <li>• Menzione di piani impiegati dal management per la valutazione della continuità</li> <li>• Rappresentazione di un quadro aggiornato circa la capacità dell'azienda di continuare ad operare</li> </ul>
<i>Annullamento degli effetti delle perdite</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indicazione dello sfruttamento della deroga sugli effetti delle perdite</li> <li>• Indicazione del periodo di tempo di sospensione della perdita</li> <li>• Importo delle perdite trattate in deroga</li> <li>• Presenza di un prospetto sulle perdite trattate in deroga</li> <li>• Indicazione dell'origine delle perdite trattate in deroga</li> </ul>
<i>Possibilità di sospendere gli ammortamenti</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indicazione dello sfruttamento della deroga sugli ammortamenti</li> <li>• Motivazioni adottate per giustificare la sospensione degli ammortamenti</li> <li>• Importo degli ammortamenti non stanziati</li> <li>• Indicazione della categoria di immobilizzazioni interessate</li> <li>• Indicazione della creazione della riserva indisponibile</li> <li>• Indicazione degli effetti sulla situazione economica e finanziaria</li> </ul>
<i>Possibilità di rivalutare le immobilizzazioni</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indicazione dello sfruttamento della possibilità di rivalutare le immobilizzazioni</li> <li>• Importo della rivalutazione</li> <li>• Indicazione dell'affrancamento fiscale tramite pagamento imposta sostitutiva</li> <li>• Indicazione della rivalutazione di singole immobilizzazioni o loro classi</li> <li>• Indicazione della categoria di immobilizzazioni interessata</li> <li>• Indicazione delle modalità di contabilizzazione della rivalutazione</li> <li>• Indicazione dell'utilizzo della riserva a copertura perdite</li> <li>• Menzione del ricorso a perizie</li> </ul>
<i>Possibilità di non svalutare titoli attivo circolante</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indicazione dello sfruttamento della deroga alla svalutazione dei titoli circolanti</li> <li>• Importo della mancata svalutazione</li> <li>• Tipologia di elementi non svalutati</li> <li>• Motivazioni fornite circa la perdita di valore</li> <li>• Indicazione della creazione della riserva indisponibile</li> <li>• Indicazione degli effetti sulla situazione economica e finanziaria</li> </ul>

#### 4. I risultati dell'analisi empirica sull'applicazione delle deroghe contabili.

Esaminando i dati delle imprese oggetto di analisi, emerge come un numero considerevole di imprese abbia approvato il bilancio oltre il termine massimo di 180 giorni dalla data di chiusura dell'esercizio, utilizzando la deroga espressamente prevista su questo punto (Tabella 2). Si nota peraltro che in 13 casi viene addirittura superato il termine complessivo di 210 giorni per l'approvazione del bilancio in seconda convocazione.

TABELLA 2 - Data approvazione del bilancio 2020

<b>Finestra temporale</b>	<b>N.</b>	<b>%</b>
Entro 120 gg.	54	20,9%
Tra 120 e 180 gg.	142	55,1%
Tra 180 e 210 gg.	47	18,2%
Oltre i 210 gg.	13	5,0%
Non disponibile	2	0,8%
<b>Totale</b>	<b>258</b>	<b>100%</b>

#### *Continuità aziendale*

Con riferimento alla continuità aziendale, si nota come non tutte le imprese parlino esplicitamente di continuità aziendale nei bilanci. All'interno del campione, 34 imprese (13,2%) non riportano informazioni sulla continuità aziendale nella Nota Integrativa, che dovrebbe evidenziare i criteri alla base della redazione del bilancio (Tabella 3). Analizzando la Relazione sulla Gestione, pubblicata da 233 delle imprese del campione (90,3%), si nota che soltanto 105 imprese (45%) menzionano la continuità in tale sezione del bilancio. Tale evidenza mostra come una parte delle imprese non sia *compliant* sul fronte della redazione della Nota Integrativa, mentre molte non hanno ritenuto utile fornire informazioni circa gli impatti della crisi pandemica sulla continuità aziendale sulle prospettive future nella Relazione sulla Gestione.

TABELLA 3 - Informativa sulla continuità e sul ricorso alla relativa deroga

<b>Informazione</b>	<b>N.</b>	<b>% *</b>
Presenza di informativa in Nota Integrativa	224	86,8%
Presenza di informativa nella Relazione sulla Gestione	105	45,0%
Indicazione dello sfruttamento della possibilità di non dimostrare la continuità	5	1,9%
<i>solamente in Nota Integrativa</i>	3	1,2%

<b>Informazione</b>	<b>N.</b>	<b>% *</b>
<i>solamente nella Relazione sulla Gestione</i>	1	0,4%
<i>sia in Nota Integrativa sia nella Relazione sulla Gestione</i>	1	0,4%
Indicazione della sussistenza del presupposto di continuità al 2019	14	5,4%
<i>solamente in Nota Integrativa</i>	9	3,5%
<i>solamente nella Relazione sulla Gestione</i>	4	1,6%
<i>sia in Nota Integrativa sia nella Relazione sulla Gestione</i>	1	0,4%
Menzione di piani	12	4,7%
<i>solamente in Nota Integrativa</i>	7	2,7%
<i>solamente nella Relazione sulla Gestione</i>	4	1,6%
<i>sia in Nota Integrativa sia nella Relazione sulla Gestione</i>	1	0,4%
Rappresentazione di quadro aggiornato	47	18,2%
<i>solamente in Nota Integrativa</i>	14	5,4%
<i>solamente nella Relazione sulla Gestione</i>	23	8,9%
<i>sia in Nota Integrativa sia nella Relazione sulla Gestione</i>	10	3,9%

\* Per i dati relativi alla Relazione sulla Gestione la percentuale è calcolata sul totale delle imprese che hanno redatto tale documento.

I risultati appena esposti possono essere dovuti alla volontà di non esporsi, omettendo informazioni sulle conseguenze negative della pandemia e sulle incertezze che gravano sulle imprese. In linea con tale interpretazione, le imprese potrebbero essere state indotte a non richiamare esplicitamente in Nota la deroga sulla continuità aziendale per non diffondere informazioni negative circa la possibilità dell'impresa di continuare a operare. La deroga relativa alla continuità aziendale è stata utilizzata soltanto da 5 imprese all'interno del campione (1,9%). Di queste, una azienda non ha dato informazioni in Nota Integrativa sull'esercizio della deroga, ma soltanto nella Relazione sulla Gestione. Tale impresa rappresenta un caso di mancata *compliance* con quanto richiesto dal decreto che ha istituito tale deroga.

Indipendentemente dall'esercizio della deroga, è possibile notare come siano poche le imprese che menzionano la sussistenza della continuità per l'anno precedente quello della pandemia (5,4%), così come le imprese che fanno riferimento a un piano industriale per giustificare la sussistenza della continuità aziendale (4,7%). Infine, 47 imprese (18,2%) offrono un quadro aggiornato sulle condizioni economico-finanziarie. Di queste ultime, 33 aziende inseriscono tale tipo di informazione nella Relazione sulla Gestione. Il quadro delineato mostra come le imprese tendano a fornire poche informazioni sulla continuità aziendale, mentre pochissime hanno fatto ricorso alla possibilità di

derogare al principio di continuità, probabilmente per evitare di mandare segnali negativi ai destinatari del bilancio circa le condizioni aziendali.

#### *Rinvio perdite che erodono il capitale*

La deroga sulle perdite è stata applicata da una sola impresa su 46 in perdita nel 2020 (che rappresenta lo 0,39% del campione complessivo e il 2,17% delle imprese in perdita). Un'impresa del campione risulta in perdita e con Patrimonio Netto negativo nel 2020, ma nessuna indicazione dell'uso della deroga è presente in Nota Integrativa. Quanto osservato suggerisce che, similmente a quanto accade nel caso del limitato richiamo della deroga sulla continuità, anche l'indicazione del ricorso alla deroga circa le perdite erosive del capitale potrebbe esser stata consapevolmente evitata dai redattori per evitare di fornire ai fruitori del bilancio un segnale di difficoltà dell'impresa.

#### *Sospensione ammortamenti*

Un numero più consistente di imprese (21, pari all'8,4% del campione) ha usato la deroga per sospendere gli ammortamenti. Sulla base dell'informativa fornita, la riduzione degli ammortamenti va dal 30% al 100% del valore normalmente stanziato (Tabella 4). Il valore medio degli ammortamenti non stanziati è stato di circa 344 mila euro, mentre il valore mediano di circa 265 mila euro. Sebbene il decreto richieda informazioni circa le motivazioni, le categorie di immobilizzazioni e gli impatti sulla situazione economica e finanziaria, non tutte le imprese forniscono dettagli su tali punti nella Nota Integrativa. Soltanto 15 imprese su 21 (71,4%) offrono informazioni sulle motivazioni alla base della sospensione degli ammortamenti. Di queste, 7 aziende indicano il minore uso di alcune immobilizzazioni come elemento decisivo, mentre tre spiegano di voler migliorare i propri margini. Nel campione analizzato, 17 imprese indicano distintamente le immobilizzazioni oggetto di mancato ammortamento, mentre soltanto 13 imprese (61,9%) forniscono indicazioni sugli impatti dei mancati ammortamenti sulla situazione economica e finanziaria.

TABELLA 4 - Informativa sul ricorso alla deroga sugli ammortamenti

<b>Informazione</b>	<b>N.</b>	<b>%</b>
Indicazione dello sfruttamento della deroga sugli ammortamenti	21	8,1%
<i>Valore medio ammortamenti non stanziati (Euro/000)</i>		344,4
<i>Valore mediano ammortamenti non stanziati (Euro/000)</i>		265,1
<i>Mancato ammortamento - min (%)</i>		30%
<i>Mancato ammortamento - max (%)</i>		100%

<b>Informazione</b>	<b>N.</b>	<b>%</b>
<b>Di cui:</b>		
Indicazione delle motivazioni *	15	71,4%
<i>Minore uso cespiti</i>	7	33,3%
<i>Intenzione di migliorare i margini</i>	3	14,3%
Indicazione della categoria di immobilizzazioni interessate *	17	81,0%
Indicazione degli effetti sulla situazione economica e finanziaria *	13	61,9%

\* Percentuale calcolata sul numero di imprese che hanno usato la deroga.

Delle imprese che usano la deroga, i due terzi sono in perdita nell'esercizio nonostante l'uso di tale deroga e 9 aziende (42,9%) mostrano perdite sia per il 2020 che per il 2019. Sembrerebbe, dunque, che tale deroga sia stata usata in prevalenza da imprese in difficoltà, pur essendo significativa la percentuale di imprese apparentemente sane che ha deciso di avvalersi della sospensione degli ammortamenti. Tale dato è confermato anche dal numero di imprese colpite da chiusure: soltanto 12 delle 21 imprese (57,1%) operano in settori che hanno subito chiusure forzate.

#### *Rivalutazione immobilizzazioni*

La deroga maggiormente sfruttata dalle imprese del campione risulta essere quella relativa alla possibilità di rivalutare le immobilizzazioni. Tale deroga è stata usata da 91 imprese (35,3%), per un valore medio delle rivalutazioni operate pari a quasi 8 milioni di euro e un valore mediano di 1,6 milioni di euro (Tabella 5) <sup>(10)</sup>. Il 53,9% delle imprese ha comunicato di aver fatto valere tali rivalutazioni anche a fini fiscali pagando l'imposta sostitutiva.

TABELLA 5 - Informativa sul ricorso alla deroga per rivalutare immobilizzazioni

<b>Informazione</b>	<b>N.</b>	<b>%</b>	<b>Euro/000</b>
Indicazione dello sfruttamento della possibilità di rivalutare	91	35,3%	
<i>Valore medio rivalutazioni</i>			7.919
<i>Valore mediano rivalutazioni</i>			1.600
Indicazione dell'affrancamento della rivalutazione tramite imposta sostitutiva *	49	53,9%	

\* Percentuale calcolata sul numero di imprese che hanno usato la deroga.

<sup>(10)</sup> Le 91 imprese comprendono sia imprese che hanno rivalutato una sola categoria di immobilizzazioni che imprese che hanno rivalutato più categorie.

Per quanto riguarda l'informativa fornita, non tutte le imprese indicano i beni rivalutati o il metodo usato (Tabella 6). In particolare, 63 imprese indicano di aver rivalutato singole immobilizzazioni o loro classi e, dalle informazioni rese disponibili, la maggior parte delle rivalutazioni ha interessato le immobilizzazioni materiali. L'81% delle imprese specifica la tipologia di immobilizzazioni; a questo proposito, si nota che terreni, fabbricati e altre immobilizzazioni materiali (es. impianti e macchinari) spiccano su tutti. Con riferimento alle immobilizzazioni immateriali, 18 imprese (19,8%) dichiarano di aver rivalutato marchi presenti in bilancio, mentre nessuna impresa si è avvalsa della possibilità di far emergere intangibili precedentemente non iscritti in bilancio o di rivalutare l'avviamento. Sono 76 le imprese che indicano il metodo di contabilizzazione della rivalutazione (83,5%), mentre 45 dichiarano di aver usato perizie (49,5%).

TABELLA 6 - Informativa sulla rivalutazione delle immobilizzazioni

<b>Informazione</b>	<b>N.</b>	<b>% *</b>
Indicazione della rivalutazione di singole immobilizzazioni o loro classi †	63	69,2%
<i>Solamente immobilizzazioni materiali</i>	45	49,5%
<i>Solamente immobilizzazioni immateriali</i>	13	14,3%
<i>Solamente immobilizzazioni finanziarie</i>	0	0%
<i>Sia immobilizzazioni materiali sia immateriali</i>	5	5,5%
Indicazione della categoria di immobilizzazioni interessata	85	81,0%
<i>Immobilizzazioni materiali</i>		
<i>Terreni</i>	16	17,6%
<i>Fabbricati</i>	34	37,4%
<i>Beni in leasing</i>	6	6,6%
<i>Altre immobilizzazioni materiali</i> <sup>(11)</sup>	48	52,8%
<i>Immob. Materiali completamente ammortizzate</i>	8	8,8%
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>		
<i>Marchi</i>	18	19,8%
<i>Brevetti</i>	6	6,6%
<i>Licenze</i>	4	4,4%
<i>Avviamento</i>	0	0%

<sup>(11)</sup> In questo caso, per altre immobilizzazioni materiali non si intende la voce II.4) dello Stato Patrimoniale attivo "altri beni", ma tutte le categorie di immobilizzazioni materiali diverse da terreni e fabbricati. Tale *item* accoglie, quindi, gli impianti, i macchinari e le attrezzature.

<b>Informazione</b>	<b>N.</b>	<b>%*</b>
<i>Altre immobilizzazioni immateriali</i> <sup>(12)</sup>	0	0%
<i>Immateriali non precedentemente riconosciute</i>	0	0%
<i>Immobil. immateriali completamente ammortizzate</i>	3	3,3%
Indicazione della modalità di contabilizzazione	76	83,5%
Indicazione dell'utilizzo della riserva a copertura perdite	0	0%
Menzione del ricorso a perizie	45	49,5%

\* Percentuale calcolata sulle 91 imprese che hanno usato la deroga per rivalutare almeno una tipologia di immobilizzazioni.

† Il numero di imprese fa riferimento alle imprese che hanno rivalutato almeno un bene appartenente a ciascuna delle categorie indicate.

Il quadro che emerge indica un largo ricorso alle rivalutazioni, non necessariamente usate da imprese in difficoltà. A conferma di tale indicazione, è stato condotto un t-test per verificare se via sia una differenza significativa nelle *performance* economiche delle aziende che hanno deciso di effettuare la rivalutazione rispetto alle altre aziende. Il test è stato condotto comparando il valore medio dei ricavi e quello del risultato reddituale, misurato dal rapporto tra l'EBITDA del 2020 e il totale delle attività nel medesimo anno, del gruppo delle imprese che hanno effettuato la rivalutazione di almeno una tipologia di immobilizzazione con quelli delle imprese che non hanno effettuato nessuna rivalutazione. È stato, pertanto, usato un t-test a due campioni e a due code, assumendo che i valori medi della grandezza investigata non differiscano tra i due gruppi come ipotesi nulla <sup>(13)</sup>. I risultati del t-test rivelano che le imprese che hanno usato la deroga relativa alle rivalutazioni non differiscono in modo significativo dalle altre per variazione del volume di affari tra il 2019 e il 2020 e per risultato reddituale (Tabella 7). Allo stesso tempo, molte imprese sembrano non rispettare gli obblighi di comunicazione in Nota Integrativa previsti per coloro che avessero deciso di rivalutare le immobilizzazioni.

<sup>(12)</sup> In questo caso, per altre immobilizzazioni immateriali non si intende la voce I.7) dello Stato Patrimoniale attivo "altre", ma tutte le categorie di immobilizzazioni immateriali diverse da marchi, brevetti, licenze e avviamento quali, ad esempio, i costi di impianti e ampliamento e di sviluppo.

<sup>(13)</sup> Al fine di valutare la significatività della differenza, è stata usata la soglia convenzionale del 10%. L'ipotesi nulla viene, quindi, rifiutata in presenza di p-value inferiori a tale soglia.

TABELLA 7 - Performance aziendale e ricorso alla rivalutazione

<b>Gruppo</b>	<b>Media var. ricavi 2020</b>	<b>Media EBITDA/TA 2020</b>
Aziende che non rivalutano	-1,31%	8,00%
Aziende che rivalutano	-9,95%	6,92%
T	1,24	0,56
Pr ( $ T  >  t $ )	0,22	0,58

### *Mancata svalutazione di titoli dell'attivo circolante*

Con riferimento all'ultima tipologia di deroga, relativa alla possibilità di non svalutare i titoli dell'attivo circolante, si evidenzia che nessuna impresa nel campione indica di aver fatto ricorso a questa possibilità. Questa deroga alla normativa, in vigore anche in esercizi precedenti, trova scarse adesioni probabilmente soprattutto come conseguenza del fatto che i titoli iscritti nell'attivo circolante hanno un peso modesto rispetto al totale del capitale investito dalle società non finanziarie. Inoltre, la normativa richiede di illustrare i motivi alla base della scelta di utilizzare la deroga, esercitabile soltanto in caso di riduzione temporanea del valore. Le imprese sono anche chiamate a spiegare i motivi che spingono a ritenere tale riduzione di valore non permanente. Tali fattori potrebbero introdurre complicazioni che, unite al basso peso di tali elementi nei bilanci delle imprese non finanziarie, spingerebbero le imprese a non ricorrere all'esercizio della deroga in questione o, anche, a non indicare esplicitamente il ricorso ad essa.

## **5. Discussione dei risultati e conclusioni.**

Il presente contributo presenta le prime evidenze empiriche sull'effettiva applicazione delle deroghe contabili concesse in via emergenziale dal legislatore nazionale nel contesto pandemico, con l'intento di comprendere con quale frequenza le imprese italiane abbiano applicato le deroghe e formulare una valutazione d'insieme circa l'informativa fornita a supporto del ricorso alle deroghe.

L'analisi è stata condotta su 258 aziende italiane che applicano i principi contabili nazionali e si è avvalsa della raccolta di informazioni di natura prevalentemente qualitativa in merito all'applicazione delle deroghe per il bilancio dell'esercizio 2020.

I risultati rivelano che le aziende osservate non hanno fatto ricorso alle diverse deroghe contabili in maniera uniforme. Si riscontra, in particolare, uno scarsissimo ricorso alle misure emergenziali riconducibili al postulato della continuità aziendale e alla sterilizzazione degli effetti delle perdite superiori a 1/3 del capitale, mentre nessuna azienda inclusa nel campione ha utilizzato la deroga sulla mancata svalutazione dei titoli iscritti nell'attivo

circolante. Al contrario, risultano maggiormente utilizzate le deroghe sulla sospensione degli ammortamenti e soprattutto sulla rivalutazione delle immobilizzazioni.

Tali risultati suggeriscono che i provvedimenti normativi adottati dal legislatore nazionale per supportare le aziende in difficoltà e salvaguardare la continuità aziendale sono stati scarsamente utilizzati mentre sono state accolte con favore le misure a beneficio della struttura patrimoniale, come le rivalutazioni, complice il favorevole trattamento fiscale garantito da una più agevole tassazione. Le evidenze empiriche suggeriscono che le aziende potrebbero aver impiegato in chiave strumentale i provvedimenti, evitando per quanto possibile di ricorrere alle deroghe il cui sfruttamento segnali uno stato di difficoltà (in termini di compromissione degli equilibri aziendali) al potenziale finanziatore, tipicamente più avverso al rischio e attento ai numeri di bilancio in tempi di incertezza (Lang, Maffett 2011). Questo nonostante le deroghe siano state concepite al fine di assicurare la continuazione della normale attività d'impresa.

Diversamente, il frequente ricorso alla rivalutazione delle immobilizzazioni testimonia l'interesse delle imprese a sfruttare una misura completamente favorevole, in quanto la sua applicazione ha consentito un rafforzamento della struttura patrimoniale senza inviare, al contempo, segnali negativi sulle future *performance* aziendali ai destinatari del bilancio. Tali circostanze segnalano come i redattori possano essere guidati dall'interesse all'applicazione delle misure a beneficio della struttura patrimoniale e del risultato economico.

Nel complesso, i risultati confermano le evidenze degli studi precedenti sul ricorso alle deroghe concesse dai principi contabili (Avallone et al. 2020), mettendo in luce punti deboli della normativa emergenziale. Se applicata in questo modo, difatti, questa risulta non soltanto potenzialmente poco utile per garantire la sopravvivenza delle imprese, ma anche controproducente, in quanto con possibili effetti negativi sulla comparabilità dei dati di bilancio (Quagli 2021b).

Guardando alle implicazioni pratiche, le eccezionali disposizioni del legislatore, in definitiva, rischiano di avere conseguenze critiche sotto più profili. La riduzione nella comparabilità dei bilanci può portare a valutazioni errate sull'andamento aziendale da parte di potenziali finanziatori e altri *stakeholder*, con il rischio di una cattiva allocazione dei capitali e di errate decisioni di finanziamento. Queste, a loro volta, potrebbero configurare successive difficoltà nel rientro dalle posizioni debitorie, causando crisi che potrebbero essere state evitate qualora non ci fossero stati errati giudizi di solvibilità e redditività delle aziende. In ultima analisi, disposizioni ideate per favorire le imprese in un momento di profonda crisi potrebbero, sul piano pratico, generare ulteriori tensioni finanziarie o crisi aziendali, anche in momenti successivi al 2020, magari in esercizi in cui gli effetti pandemici sono divenuti attenuati. Queste potrebbero rappresentare per le imprese difficoltà che non

si sarebbero verificate altrimenti, risultando così gli effetti della normativa emergenziale controproducenti.

Tali effetti negativi sono da considerarsi ancora più preoccupanti guardando ai dati sull'informativa associata all'utilizzo delle deroghe. A questo proposito, in linea con i precedenti contributi sulla qualità dell'informativa fornita a supporto delle scelte di valutazione e classificazione (Ramassa et al. 2021), le evidenze raccolte indicano notevoli differenze tra le aziende esaminate. Solo in alcuni casi l'informativa presentata risulta caratterizzata da un soddisfacente livello di approfondimento e utile al fruitore del bilancio per comprendere le motivazioni alla base della decisione di applicare o meno le deroghe e le modalità di esercizio di queste. Nella maggioranza dei casi emerge, invece, un'informativa scarna e standardizzata, che non risulta utile a favorire la comprensione dell'effettiva situazione aziendale, del tutto in contrasto con la domanda di un'informativa finanziaria di alta qualità in un contesto economico incerto (Cui et al. 2021).

I risultati dello studio contribuiscono alla letteratura sugli effetti contabili della crisi pandemica e sul comportamento delle aziende nel contesto nazionale. Inoltre, le evidenze qui proposte possono essere di supporto all'attività del legislatore nazionale nella formulazione delle risoluzioni in ambito contabile, anche alla luce della recente proroga all'esercizio 2021 della possibilità di sospendere gli ammortamenti. Più in generale, le evidenze empiriche qui presentate forniscono indicazioni utili all'attività dello *standard-setter* nazionale, sottolineando l'importanza di un monitoraggio sull'effettiva declinazione pratica delle normative emergenziali che necessiterebbe di una formalizzazione più strutturata, per esempio in linea con quanto previsto nel contesto dei principi contabili internazionali IAS/IFRS per l'attività di *Post-Implementation Review* (PIR).

Lo studio presenta anche alcune limitazioni principalmente legate al suo carattere esplorativo, in quanto non vengono approfondite in questa sede le motivazioni alla base dell'esercizio delle deroghe e gli effetti di tali scelte. Ulteriori studi potranno approfondire gli effetti derivanti dall'utilizzo delle deroghe contabili adottate in via emergenziale sulle *performance* aziendali e sulla comparabilità dei valori di bilancio. La ricerca futura inoltre, potrebbe approfondire il tema dell'utilizzo strumentale di alcune deroghe indagando le caratteristiche delle imprese che hanno scelto di avvalersi di tali deroghe e operando un confronto con le imprese che, al contrario, non ne hanno fruito. Poiché la maggior parte delle imprese interessate da tali disposizioni sono piccole imprese che vedono nelle banche i loro principali finanziatori, risulterebbe pertinente un approfondimento sulla relazione tra l'esercizio delle deroghe e il costo del debito per le imprese sospettate di aver usato le deroghe in modo opportunistico. Un ulteriore aspetto di interesse emerge con riferimento alla percezione che redattori e fruitori del bilancio hanno delle deroghe, del loro impatto e dell'opportunità, per il legislatore, di intervenire in questo modo in presenza di una situazione di crisi come quella pandemica. Infine, la

ricerca potrebbe considerare se gli interlocutori delle imprese sono stati in grado di cogliere potenziale opportunismo nelle scelte contabili.

Nel perseguire tali obiettivi, futuri studi potrebbero superare un secondo limite del nostro lavoro, cioè la ridotta dimensione del campione, esaminando un più elevato numero di imprese.

## Bibliografia

- ACUNZO G., *Sulla natura contabile delle principali misure di sostegno all'economia per effetto della pandemia da covid-19*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale 3/2020, pag. 390 e ss.
- APRILE C., *Ammortamenti ed effetti COVID-19: regole per il 2020*, Amministrazione & Finanza 2/2021a, pag. 13 e ss.
- APRILE C., *Sospensione ammortamenti: impatto sulla lettura dei bilanci e sulle difficoltà di condurre un adeguato benchmarking*, Amministrazione & Finanza 4/2021b, pag. 1 e ss.
- AVALLONE F., DI FABIO C., RONCAGLIOLO E., *L'applicazione del principio di rilevanza: effettivo supporto alla true and fair view, opportunismo o semplificazione?*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale 1/2020, pag. 38 e ss.
- BAR-YOSEF S., D'AUGUSTA C., PRENCIPE A., *Accounting research on private firms: state of the art and future directions*, The International Journal of Accounting, 54(2)/2019, 1950007.
- BEUSELINCK C., ELFERS F., GASSEN J., PIERK J., *Private firm accounting: the European reporting environment, data and research perspectives*. Accounting and Business Research 2021, pag. 1 e ss.
- BOLOGNESI M., DE GIOSA S., *Rivalutazione dei beni d'impresa: l'ammortamento nel periodo di rivalutazione*, Bilancio e Revisione 8-9/2021, pag. 50 e ss.
- BUCHETTI B., PARBONETTI A., PUGLIESE A., *Covid-19, corporate survival and public policy: The role of accounting information and regulation in the wake of a systemic crisis*, Journal of Accounting and Public Policy 41/2022.
- CAPUANO P., *Le indicazioni dei Regulators nel contest Covid-19*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale 1/2021, pag 136 e ss.
- CECCHETTO A., BILLONE M., *Rivalutazione fiscale delle partecipazioni: una nuova opportunità?*, Amministrazione & Finanza 7/2020, pag. 6 e ss.
- COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB), *Richiamo di attenzione Consob 8/20 del 16 luglio 2020*, CONSOB/2020, Roma.
- CORDAZZO M., BIANCHI S. (a cura di), *Il nuovo bilancio dopo l'applicazione del D. LGS. 139/2015: implicazioni teoriche ed evidenze empiriche*, collana Franco Angeli e BDO Theory and Practice in Accounting, Auditing and Risk Management Series 2008.
- CUI L., KENT P., KIM S., LI S., *Accounting conservatism and firm performance during the COVID - 19 pandemic*, Accounting & Finance 61(4)/2021, pag. 5543 e ss.
- DE ANGELIS L., *Sulla 'sospensione temporanea' degli ammortamenti*, Le Società 40 (1)/2021, pag. 83 e ss.
- DONI L., LIBERATORE G., *Il processo di impairment test post Covid-19: informative e*

- pratiche valutative nei bilanci 2020. Un'analisi preliminare*, Rivista dei Dottori Commercialisti 3/2021, 381-411.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *European common enforcement priorities for 2020 annual financial reports (ESMA32-63-1041)*, ESMA 2020a, Parigi.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *ESMA recommends action by financial market participants for COVID-19 impact (ESMA71-99-1290)*, ESMA 2020b, Parigi.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Accounting implications of the COVID-19 outbreak on the calculation of expected credit losses in accordance with IFRS 9 (ESMA32-63-951)*, ESMA 2020c, Parigi.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Implications of the COVID-19 outbreak on the half-yearly financial reports (ESMA36-63-972)*, ESMA 2020d, Parigi.
- FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE (FMI), *World Economic Outlook, October 2020: A Long and Difficult Ascent*, FMI 2020, Washington DC.
- HABIB A., RANASINGHE D. HUANG H. J., *A literature survey of financial reporting in private firms*, Research in Accounting Regulation 30(1)/2018, pag. 31 e ss.
- HOPE O., VYAS D., 2017. *Private company finance and financial reporting*. Accounting and Business Research 47(5)/2017, pag. 506 e ss.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO), *IOSCO Statement of Importance of Disclosure about COVID-19*, IOSCO 2020, Madrid.
- KOTHARI S.P., LESTER R., *The role of accounting in the financial crisis: Lessons for the future*, Accounting Horizons 26(2)/2012, pag. 335 e ss.
- LANG M., MAFFETT M., *Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods*, Journal of Accounting and Economics 52(2-3)/2011, pag. 101 e ss.
- MEZZABOTTA C., *COVID-19 e continuità aziendale: effetti sul bilancio dopo il lockdown*, Bilancio e Revisione 10/2020, 5-14.
- NASTRI M., VOLANTE M. 2021. *La rivalutazione 2020 analizzata dall'OIC: la bozza di documento interpretativo n. 7*, Amministrazione & Finanza 1/2021, pag. 27 e ss.
- PADOVANI, E., IACUZZI, S., *Real-time crisis management: Testing the role of accounting in local governments*, Journal of Accounting and Public Policy 40(3)/2021.
- QUAGLI A., *Covid e normativa emergenziale di bilancio: virata di rotta del Legislatore*, IPSOA Quotidiano 2020, <https://www.ipsoa.it/documents/bilancio-e-contabilita/bilancio/quotidiano/2020/11/14/covid-normativa-emergenziale-bilancio-virata-rotta-legislatore>.
- QUAGLI A., *Deroghe contabili emergenziali: le imprese hanno scelto secondo convenienza*, IPSOA Quotidiano 2021a, <https://www.ipsoa.it/documents/bilancio-e-contabilita/bilancio/quotidiano/2022/03/19/deroghe-contabili-emergenziali-imprese-scelto-secondo-convenienza>.
- QUAGLI A. *Provvedimenti emergenziali 2020 e funzione del bilancio (se ancora esiste)*, Rivista della Guardia di Finanza 5/2021b, pag. 1125 e ss.
- QUAGLI A., RAMASSA P., VENUTI M., *COVID-19: The impact on IFRS Financial Reporting*, Financial Reporting 2/2021, pag. 161 e ss.
- RAMASSA P., DI FABIO C., ALIU S., *Chiari e scuri della disclosure di bilancio: alcune evidenze empiriche*, Rivista dei Dottori Commercialisti 1/2021, pag. 13 e ss.
- RUSSO V., MUSUMECI M., *Dalla 'sistematicità' dell'ammortamento (con poche eccezioni) alle 'sospensioni emergenziali'*, Bilancio e Revisione 8-9/2021, pag. 34 e ss.

- SARGIACOMO, M., *Earthquakes, exceptional government and extraordinary accounting*, Accounting, Organizations and Society 42/2015, pag. 67 e ss.
- SURA A., *Emergenza COVID: la Caporetto del diritto contabile*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale 3/2021, pag. 389 e ss.
- TEODORI C., BARTOLINI S., *Il rendiconto finanziario tra aspetti teorici ed elementi empirici*, Rivista dei Dottori Commercialisti 4/2018, pag. 647 e ss.
- VANSTRAELEN A., SCHELLEMAN C., *Auditing private companies: what do we know?* Accounting and Business Research 47(5)/2017, pag. 565 e ss.



## **PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI**

### **L'EVOLUZIONE DELL'INFORMATIVA *CLIMATE-RELATED* NELLE RELAZIONI FINANZIARIE 2021 DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN ITALIA**

di AMBRA FIORINA, ALESSIA MAGGI, ALESSANDRA CERRUTI, MARCELLA TOTA,  
MASSIMILIANO SEMPRINI e MAURO DI BARTOLOMEO

#### **1. Introduzione.**

*“Il riscaldamento eccessivo, le fortissime perturbazioni al ciclo dell’acqua e altri fenomeni meteo-climatici vanno ad impattare su territori fragili e creano danni a vari livelli, influenzando fortemente e negativamente anche le attività economiche e la vita sociale. Stime assodate mostrano come nel futuro l’avanzare del cambiamento climatico ridurrà in modo sensibile lo sviluppo economico e causerà danni rilevanti a città, imprese, produzioni agricole, infrastrutture”.*

L’estratto della lettera aperta degli scienziati del clima alla politica italiana di inizio agosto riassume la complessità del cambiamento climatico come un evento che abbraccia l’intero assetto sociale ed economico del pianeta, calandolo poi negli aspetti più circoscritti al tessuto sociale ed economico del Paese. La situazione rappresentata è piuttosto complessa: la percezione del mondo scientifico è che si sia superata la fase delle previsioni e delle ipotesi correlate alle conseguenze del cambiamento climatico, e che sia iniziata la fase in cui sia possibile riscontrare gli impatti già in corso.

Un ulteriore elemento di complessità è stato più di recente generato dal contesto di stress dei mercati energetici, già emerso precedentemente lo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina, e sensibilmente acuito in seguito allo stesso: le aspettative degli scienziati concordano sul fatto che tale contesto non farà certamente bene all’ambiente e al clima in quanto la conseguente necessità di rapida individuazione di fonti di approvvigionamento energetico alternative assume un carattere di urgenza che le conferisce, nel breve termine, priorità rispetto alla pianificazione e all’attuazione di interventi volti al controllo dell’innalzamento delle temperature. Tale scenario genera un

quadro che inevitabilmente indebolisce o riduce al minimo la collaborazione globale per far fronte all'emergenza climatica, determinando la messa in atto di azioni di breve periodo mirate a gestire la crisi energetica ma non compatibili con la strategia di lungo periodo indispensabile per una riduzione programmata dei consumi energetici e una conversione degli approvvigionamenti su fonti rinnovabili.

Proprio questi aspetti sono stati oggetto di esplicito richiamo da parte della Presidente della Commissione Europea, Ursula von der Leyen, durante la quindicesima edizione dell'*European Development Days* avvenuta alla fine di giugno, individuando in una politica di investimenti immediata l'unica strada per consentire un processo di adattamento tale da garantire un futuro alle prossime generazioni.

Pur in un contesto politico e sociale critico fortemente influenzato dal conflitto Russia - Ucraina, l'Europa conferma, quindi, la strategia di investimenti con un impegno di oltre 300 miliardi di euro entro il 2027 quale aspetto chiave per il raggiungimento degli obiettivi di medio / lungo periodo definiti nell'accordo di Parigi e confermati nel contesto della COP-26 e della recente COP-27. Crisi climatica e crisi energetica oggi più che mai appaiono sempre più connesse: il massiccio uso di fonti fossili su scala globale sta riscaldando il pianeta e sta mettendo a nudo le debolezze di un mix di energia troppo sbilanciato verso le forniture di petrolio, gas e carbone, molte delle quali provengono da Paesi con elevati rischi di instabilità politica, economica e finanziaria.

In un contesto così complesso e critico negli equilibri internazionali, la trasformazione, ritenuta ormai necessaria, non si è fermata ma, seppur timidamente, sta evolvendo in un piano di investimenti concreto e in strategie di pianificazione innovative che saranno determinanti per costruire l'economia del futuro.

## **2. L'ecosistema del *Corporate Reporting*, un percorso in costante evoluzione.**

In un contesto estremamente complesso, gli scenari prospettati dal *World Economic Forum* (The Global Risks - Report 2022 - 17th Edition) confermano il *climate change* quale rischio di breve periodo (terzo nell'orizzonte 0-2 anni dopo gli eventi acuti dal punto di vista meteorologico e il rischio correlato ai mezzi di sussistenza) e quale primo rischio nell'orizzonte temporale dei prossimi 10 anni, ritenendo questa finestra come determinante per intraprendere azioni concrete che possano consentire di agire e gestire la crisi climatica prima che gli impatti siano distruttivi.

La convergenza del mondo scientifico è evidente e la politica, in particolare europea, è a sua volta certamente sensibile alle priorità che consentono il raggiungimento dei target prefissati dagli Accordi di Parigi del dicembre

2015: l'attenzione confermata da parte della comunità scientifica avallata da quella politica costituisce un volano che non può non coinvolgere l'intero assetto sociale.

In tale contesto di fermento, il tessuto economico e le aziende che ne fanno parte non possono essere esclusi: per queste ultime, in particolare, la necessità della gestione del rischio in una prospettiva strategica si interseca con gli aspetti di gestione e comunicazione, anche in risposta alle richieste di trasparenza che arrivano dagli stakeholder a diverso titolo, rilevando quindi la centralità della tematica sotto ogni prospettiva.

La trasformazione dell'ecosistema del reporting aziendale ne è un esempio: il 21 aprile 2021, la Commissione europea (CE) ha pubblicato la sua proposta di *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), a seguito del processo di revisione della *Non Financial Reporting Directive* (NFRD), proposta definita nella sua versione finale nel giugno 2022 da parte delle istituzioni europee. Il 10 novembre 2022, il Parlamento Europeo ha approvato la CSRD, poi approvata il 28 novembre anche dal Consiglio Europeo: il processo si perfeziona il 16 dicembre, con la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale. Da tale data decorrono i tempi per il recepimento da parte degli Stati Membri.

La CSRD è un elemento chiave del pacchetto UE sulla finanza sostenibile, che include una serie completa di misure volte a migliorare il flusso di capitali verso attività sostenibili in tutta l'UE. Le misure includono anche modifiche alla *Accounting Directive*, alla *Transparency Directive*, alla *Audit Directive* e alla relativa *Audit Regulation*.

La CE prevede che, nell'insieme, tali direttive svolgano un ruolo essenziale nel trasformare l'ecosistema del reporting aziendale per incrementare la qualità e la coerenza delle informazioni di sostenibilità. L'obiettivo è infatti quello di migliorare il reporting di sostenibilità sfruttando il potenziale del mercato unico europeo per contribuire, anche attraverso tale percorso, alla transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile e inclusivo, in linea con il *Green Deal* europeo e gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs).

In particolare, la CSRD delinea un profilo di informativa sulla sostenibilità integrata nella Relazione sulla gestione al fine di favorirne l'interconnessione con l'informativa finanziaria ed estende il perimetro di applicazione di tale previsione a tutte le società quotate sui mercati regolamentati dall'UE, ad eccezione delle sole microimprese quotate, ed alle grandi società non quotate.

In parallelo, sono proseguiti i lavori dell'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) per l'elaborazione degli standard europei di rendicontazione di sostenibilità: nel mese di Aprile 2022 sono state pubblicate in consultazione le bozze dei primi tredici *European Sustainability Reporting Standard* (ESRS) *sector-agnostic* suddivisi tra *Cross-cutting* standard e "topic specific" standard dedicati a tematiche *Environmental*, *Social* e *Governance*

(ESG). Il processo di pubblica consultazione si è chiuso l'8 agosto e, secondo la *timetable* stabilita dall'EFRAG, la versione definitiva degli standard, ridotti a dodici, è stata approvata dall'EFRAG a novembre 2022 e ora è al vaglio della Commissione Europea che li deve adottare con regolamenti delegati entro il mese di giugno 2023.

Analoga iniziativa è stata avviata, su scala globale, dall'*IFRS Foundation*, che il 3 novembre 2021 ha annunciato la creazione dell'*International Sustainability Standard Board* (ISSB), volto a sviluppare una *baseline* globale di standard di reporting di sostenibilità, al fine di soddisfare i bisogni conoscitivi degli investitori, in analogia al ruolo svolto dallo IASB nella predisposizione di principi contabili riconosciuti ed applicati a livello internazionale. Nell'ambito di tale iniziativa, nel mese di aprile 2022 sono state pubblicate le prime due bozze di standard di sostenibilità, il primo di carattere generale e il secondo dedicato al *climate change* ed è stato avviato il processo di pubblica consultazione, che si è chiuso il 29 luglio 2022; le versioni finali degli standard aggiornati a seguito degli esiti del processo di consultazione sono attese nella prima parte del 2023.

In tale contesto particolarmente attivo, anche l'attenzione dei *regulator* sull'informativa *climated-related* nel corso del 2021 si è ulteriormente innalzata e si è concentrata, per la prima volta, sul contesto dell'informativa finanziaria oltre che su quello del *non-financial reporting*.

Ne è un esempio la posizione dell'ESMA che, con la pubblicazione del documento del 29 ottobre 2021 « *European common enforcement priorities for 2021 annual financial reports* » include per la prima volta tra le *priorities* il *climate change*, secondo soltanto agli impatti derivanti dalla pandemia, evidenziando, in controtendenza rispetto al passato, un'aspettativa di *disclosure* nel contesto della Relazione Finanziaria e in particolare nel contesto dell'elaborazione delle stime contabili complesse, nonché una coerenza della trattazione della tematica nell'ambito della Relazione Finanziaria, rispetto a quanto indicato nel contesto dell'informativa di sostenibilità non finanziaria.

In continuità con le citate *priorities 2021*, anche le *European common enforcement priorities for 2022 annual financial reports*, pubblicate il 28 ottobre 2022, confermano la pervasività e la centralità delle tematiche *climate-related* sia nell'ambito delle relazioni finanziarie che del reporting non finanziario, diventando in entrambi i casi la prima priorità. In particolare, con riferimento alle relazioni finanziarie, l'ESMA ribadisce ancora una volta l'importanza della coerenza tra l'informativa in merito ai rischi e alle incertezze correlate al cambiamento climatico fornita nella relazione sulla gestione e/o nella relazione non finanziaria e i conseguenti impatti riflessi nei giudizi e nelle stime contabili sottesi al bilancio.

Il contesto di riferimento evidenzia quindi un processo di evoluzione estremamente dinamico che inevitabilmente accresce l'esigenza di tutti gli operatori di considerare il *climate change* come un aspetto pervasivo nella gestione, nella strategia e, di conseguenza, anche nel contesto della comuni-

cazione e della predisposizione dei dati finanziari. In questo quadro, già complesso ed estremamente dinamico, si inseriscono anche le richieste e le indicazioni da parte degli stakeholder con specifico riferimento alle entità finanziarie, portando in modo dirompente la tematica correlata al rischio *climate* all'attenzione degli enti vigilanti.

### **3. Il settore finanziario, quale veicolo attivo nel processo di gestione del rischio *climate*.**

Nelle aspettative degli stakeholder il ruolo del settore finanziario nell'attuazione delle politiche governative atte a contrastare gli effetti del cambiamento climatico è senza dubbio centrale. L'entità degli investimenti necessari per favorire la transizione richiede, infatti, l'apporto di risorse private, rendendo imprescindibile il ruolo dell'industria bancaria e finanziaria nella trasmissione dei flussi finanziari; d'altro canto, l'intensificarsi ed il modificarsi dei fenomeni meteorologici legati ai cambiamenti climatici comportano un correlato aumento della domanda di protezione attraverso specifiche soluzioni assicurative e di gestione del rischio.

L'aspettativa è che la reazione del settore sia direttamente proporzionale alla dirompenza del fenomeno: anche gli enti finanziari dovranno meglio comprendere e affrontare i rischi di un impatto del rischio *climate* sia in modo diretto sulla propria attività che in modo indiretto, individuando e gestendo i rischi che il cambiamento climatico rappresentano per l'attività stessa.

Con specifico riferimento agli enti bancari e finanziari, i rischi climatici e ambientali, infatti, come già evidenziato anche dai *regulator*, sono a loro volta riconducibili ai rischi prudenziali tradizionali (di credito, di mercato, operativo, di liquidità e reputazionale), producendo implicazioni rilevanti per tali operatori.

Ad esempio la maggiore esposizione ai rischi fisici di talune aree geografiche o di alcuni settori economici, come pure il non tempestivo recepimento delle iniziative governative e regolamentari finalizzate ad accelerare la transizione *green*, potrebbero comportare un peggioramento del merito creditizio di una controparte e riflettersi sulla valutazione del rischio di credito, influenzando anche sui *ratio* delle *probability of default* (PD) e *loss given default* (LGD); o ancora, il manifestarsi di eventi climatici sfavorevoli potrebbero, da un lato, causare perdite rilevanti per le controparti più esposte, con una variazione delle aspettative di mercato e con inevitabili ripercussioni sul rischio di mercato, ma anche compromettere la continuità operativa degli operatori stessi (si pensi ai danni a locali e server), influenzando sul rischio operativo; per non parlare delle ricadute sul rischio reputazionale a seguito di scelte allocative non allineate con le aspettative degli stakeholder o di comportamenti non conformi alla tutela ambientale o di pratiche di *greenwashing* (Banca d'Italia, Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali).

Anche il settore assicurativo risente dell'inasprimento dei fenomeni meteorologici oltre che per gli impatti sui rischi finanziari tradizionali di cui sopra (laddove applicabili), anche in termini di tariffazione e di accadimento di eventi catastrofici che influiscono sul numero, sul costo dei sinistri e sui costi di riassicurazione per le imprese del comparto danni, nonché in termini di tassi attesi di mortalità e morbilità per le imprese del comparto vita.

In un contesto così dinamico e complesso, anche allo scopo di comprendere e valutare come gli operatori finanziari si stanno preparando per fronteggiare tali rischi, numerose sono state e sono tuttora le iniziative internazionali a livello di regolamentazione e supervisione, con riferimento agli intermediari finanziari, che integrano la già cospicua e rilevante normativa emessa a livello europeo sul tema della sostenibilità, e più specificamente sui rischi collegati al cambiamento climatico, contribuendo ad accrescere la consapevolezza da parte di tali operatori e sollecitandoli nel raggiungere una sempre maggiore trasparenza dell'informativa sulla gestione di tali rischi.

#### **4. L'informativa *climate-related* nei bilanci 2021 delle società quotate in Italia.**

Allo scopo di tracciare le evoluzioni del percorso intrapreso dalle società in termini di consapevolezza su tematiche *climate-related*, Deloitte ha analizzato i bilanci delle società quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana relativi all'esercizio 2021 (<https://www2.deloitte.com/it/it/pages/audit/articles/climate-change-relazioni-finanziarie-2021.html>).

Considerazioni di sintesi e focus specifici in merito alle risultanze delle attività e delle analisi svolte sono illustrate nei successivi paragrafi.

##### **4.1. Il campione di analisi.**

L'analisi è stata condotta con riferimento ai documenti relativi all'esercizio 2021 pubblicati dalle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito e regolamentato da Borsa Italiana.

Ai fini dell'analisi, delle 233 società quotate sul mercato MTA, non sono state considerate: le società la cui circolazione delle azioni in Borsa Italiana è stata sospesa (3 società), le società il cui esercizio chiude in data diversa dal 31 dicembre (13 società), oltre alle società che, alla data di predisposizione dello studio, non avevano ancora reso pubblico il bilancio relativo all'esercizio 2021 (7 società).

L'analisi ha pertanto riguardato complessivamente i bilanci di 210 società. Si precisa che in questo campione sono incluse anche talune società estere quotate al MTA — tra cui risultano società quotate il cui mercato primario è costituito dal New York Stock Exchange (NYSE) — per le quali il report disponibile è in lingua inglese o in apposito formato. La scelta di

includere anche tali società nel campione deriva dalle seguenti considerazioni: da un lato il loro impatto nelle analisi è marginale e quindi non distorsivo (rappresentano meno del 2% del totale delle società analizzate); dall'altro la loro presenza contribuisce alla vocazione internazionale della tematica oggetto di analisi.

Ai fini dell'analisi le società sono state classificate in 10 macro-settori e 20 settori, con l'obiettivo di meglio esaminare le correlazioni tra informativa di bilancio sul *climate change* e *core business* delle entità. La classificazione è stata effettuata secondo i *cluster* di Borsa Italiana, ovvero identificando per ogni società il macro-settore, nonché il settore di appartenenza, con la precisazione che in alcuni casi vi è una sostanziale sovrapposizione fra il macro-settore e il settore (in particolare per Energy, Health Care, Technology, Telecommunications e Utilities).

Considerato l'obiettivo dell'analisi, la stessa ha riguardato il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato, quest'ultimo per le società che lo predispongono, nonché la Relazione sulla gestione a essi correlata. Si è invece esclusa dall'analisi l'informativa fornita nella Dichiarazione Non Finanziaria, se non con obiettivo di confronto, come precisato nel seguito.

#### 4.2. I risultati dell'analisi.

In linea con il trend già emerso nell'ambito delle analisi svolte da Deloitte sui bilanci 2019 e 2020 delle società quotate in Italia (oggetto di analisi di dettaglio nei relativi Report pubblicati da Deloitte), la trattazione del rischio correlato al cambiamento climatico evidenzia un'ulteriore crescita della diffusione dell'informativa fornita nelle Relazioni Finanziarie Annuali 2021 delle società quotate in Italia, confermando il proseguimento di un percorso di crescente consapevolezza. In particolare, la maggiore sensibilità, certamente spinta dal processo evolutivo originato nei precedenti esercizi dalle aspettative di investitori e *regulator*, è stata ulteriormente incentivata dalle citate raccomandazioni ESMA per i bilanci 2021.

Volendo quindi attribuire alla presenza dell'informativa *climate-related* nelle Relazioni Annuali la valenza di un indice di consapevolezza degli emittenti, l'analisi comparativa di tale indice restituisce un trend positivo e in ulteriore crescita rispetto al 2020 e al 2019: il numero delle società quotate che affrontano le tematiche *climate* nell'ambito dell'informativa finanziaria raggiunge una percentuale del 68% con riferimento alle Relazioni Finanziarie Annuali 2021 (143 casi su 210 analizzati), contro il 53% circa nel 2020 e il 42% circa nel 2019.

Si tratta di un ulteriore passo in avanti nel percorso evolutivo atteso dall'ecosistema del reporting finanziario, considerando che — come sarà meglio chiarito nel seguito — l'informativa correlata ai riflessi del *climate change* è inserita nel contesto di bilancio in maniera più estesa rispetto al passato, seppur, coerentemente a quanto osservato con riferimento al 2019 e

al 2020, permanga, anche nei bilanci 2021, un taglio prevalentemente di carattere qualitativo.

La consapevolezza della rilevanza del fenomeno e dell'esigenza di una maggiore trasparenza nell'informativa fornita nelle Relazioni Finanziarie Annuali, con riferimento alle tematiche legate al cambiamento climatico e ai relativi potenziali effetti nelle valutazioni di bilancio, è quindi ancora in una fase embrionale del processo; infatti ancora pochi emittenti hanno fornito una chiara e completa informativa in merito all'incorporazione nella strategia aziendale di puntuali risposte ai rischi e alle opportunità che ne derivano e al riflesso degli effetti di tali risposte nella redazione dei piani pluriennali, nei processi di stima e più in generale nei processi di valutazione delle voci di bilancio.

Coerentemente con quanto già effettuato relativamente all'analisi dei bilanci 2019 e 2020, nello svolgimento dell'analisi delle Relazioni Finanziarie Annuali 2021 ci siamo focalizzati sui seguenti aspetti:

1. presenza di informativa in merito al *climate change*;
2. collocazione all'interno della Relazione Finanziaria Annuale;
3. granularità e specificità dell'informativa fornita (individuando il taglio qualitativo e/o quantitativo).

All'esito dell'analisi dei 210 bilanci inclusi nel perimetro di osservazione, abbiamo rilevato, come in precedenza indicato, che il 68% delle Relazioni Finanziarie Annuali analizzate, relative a 143 entità, evidenzia un'informativa in merito al *climate change*, con livelli di dettaglio molto differenti, che variano da un quadro molto generico e teorico a un'analisi approfondita e coerente con la strategia *climate* adottata dalle società, evidenziando, come già menzionato, un trend in crescita rispetto al 2020, in cui poco più della metà (53% del campione) delle Relazioni Finanziarie Annuali includeva riferimenti espliciti *climate-related*.

Nonostante la spinta decisiva correlabile alle aspettative dei *regulator* in termini di informativa *climate-related*, permane ancora un consistente numero di società, seppur in decremento rispetto agli esiti delle analisi svolte con riferimento alle Relazioni Finanziarie Annuali 2020, che non affronta tale aspetto nella Relazione Finanziaria Annuale: il 32% delle Relazioni Finanziarie 2021, relativo a 67 società, infatti, non include alcun riferimento al tema in oggetto.

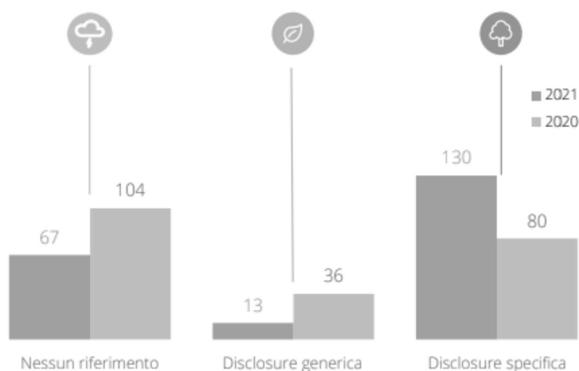
Allo scopo di affinare l'analisi, tenendo conto della maturazione del contesto in termini di aspettative degli stakeholder, si è ritenuto rilevante distinguere il livello di dettaglio delle informazioni fornite, andando ad effettuare un ulteriore esame del campione che ha portato a individuare due sottogruppi differenziati:

- 130 delle 143 Relazioni Finanziarie Annuali (pari al 62% dell'intero campione, contro il 36% dell'anno precedente), affrontano, seppur con livelli di dettaglio significativamente differenti, il *climate change* quale fattore speci-

fico della realtà aziendale, declinando le considerazioni nell'ambito della relativa strategia di gestione e identificando i rischi e le opportunità correlati;

- 13 delle 143 Relazioni Finanziarie Annuali che trattano il *climate change* (pari al 6% dell'intero campione, contro il 16% dell'anno precedente), evidenziano una menzione del tema puramente quale fattore di contesto e di mercato, non declinato rispetto alla realtà aziendale e al relativo quadro strategico, senza individuazione di rischi e opportunità correlati.

GRAFICO 1 - Presenza di informativa *climate*



Fonte: Nostra elaborazione sulla base di analisi interna

Si è pertanto ritenuto di maggiore interesse ai fini dello studio, circoscrivere le analisi di dettaglio alle 130 Relazioni Finanziarie Annuali che affrontano il *climate change* con specifico riferimento alla realtà aziendale, individuando in primo luogo la collocazione dell'informativa *climate-related* all'interno del documento:

- 118 Relazioni Finanziarie Annuali (pari al 56% dell'intero campione di 210 società analizzato contro il 35% dell'anno precedente), includono una *disclosure* correlata al *climate change* all'interno della Relazione sulla gestione;

- 61 Relazioni Finanziarie Annuali (pari al 29% dell'intero campione di 210 società analizzato contro il 7% dell'anno precedente), includono informazioni di dettaglio correlate al *climate change* anche nelle note illustrative al bilancio.

L'analisi restituisce quindi un significativo miglioramento rispetto all'anno precedente: dalle 80 Relazioni Finanziarie Annuali che affrontavano in modo specifico la tematica *climate* nel 2020, si è giunti nell'anno 2021 a 130 Relazioni Finanziarie Annuali. Sulla base di tali presupposti, il risultato dell'analisi di dettaglio sulle 130 Relazioni Finanziarie Annuali è nel seguito riportato:

- 42 casi sui 130 oggetto di analisi, contro i 41 casi dell'anno precedente,

evidenziano informativa in merito ad una strategia aziendale orientata al raggiungimento dei target di decarbonizzazione legati all'Accordo di Parigi;

- 122 casi sui 130 oggetto di analisi, contro i 61 dell'anno precedente, includono riferimenti al *climate change*, con diversi livelli di granularità, nell'identificazione dei rischi rilevanti per l'entità;

- 35 casi sui 130 oggetto di analisi, contro i soli 5 dell'anno precedente, includono riferimenti al *climate change* nel contesto dell'elaborazione delle stime contabili, seppur ancora con un'informativa dal taglio più prettamente qualitativo.

Nello svolgimento dell'analisi qualitativa delle *disclosure* fornite e del loro livello di dettaglio, abbiamo altresì tenuto in considerazione i principi per una *disclosure* efficace previsti dalle raccomandazioni del TCFD:

- Relevant
- Specific and complete
- Clear, balanced and understandable
- Consistent over time
- Comparable among companies within a sector, industry or portfolio
- Reliable, verifiable and objective
- Timely

Anche sotto tale profilo si è tenuto conto della maturata sensibilità degli stakeholder verso la trattazione del tema *climate change* con riferimento all'informativa finanziaria e delle principali aree oggetto di attenzione da parte di investitori e *regulator* e si è ritenuto a tal fine di considerare, in continuità con il passato, i parametri qualitativi rilevanti per la categorizzazione dell'informativa fornita nelle Relazioni Finanziarie Annuali, individuati nei seguenti:

- presenza di informativa relativa ai rischi legati a tematiche *climate-related* all'interno delle note esplicative;

- presenza di informativa relativa agli impatti del *climate change* nell'elaborazione delle stime contabili;

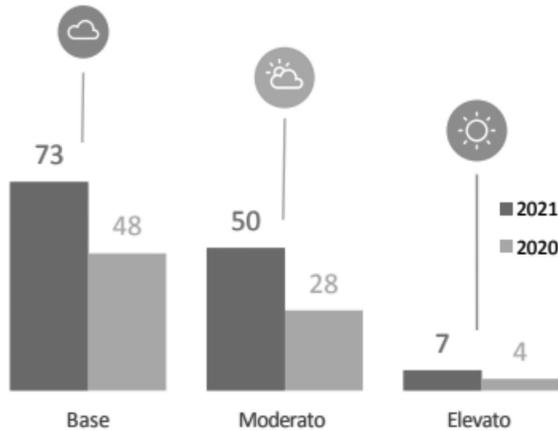
- grado di dettaglio e chiarezza dell'informativa complessivamente fornita;

- redazione di un'informativa integrata sulla sostenibilità o *disclosure* inserite nella Relazione Finanziaria Annuale rifacendosi ai principi ispiratori del TCFD.

Analizzando, quindi, la granularità dell'informativa fornita, sulla base delle informazioni raccolte emerge un quadro ancora immaturo, seppur in miglioramento: nel 56% dei casi, le Relazioni Finanziarie Annuali riportano informazioni con un livello di granularità "base" (pari a 73 entità contro le 48 dell'anno precedente), ovvero informazioni di alto livello, seppur contestualizzate nella realtà aziendale, ma non ricondotte ai potenziali impatti economico-finanziari; nel 39% dei casi le Relazioni Finanziarie Annuali evidenziano una granularità di livello "moderato" (pari a 50 entità contro le 28 dell'anno precedente), mentre soltanto il 5% delle Relazioni Finanziarie

Annuali evidenzia le informazioni correlate al *climate change* con una granularità di livello “elevato” e strutturata (pari a 7 entità contro le 4 dell’anno precedente).

GRAFICO 2 - Granularità e rilevanza dell’informativa *climate change*



Fonte: Nostra elaborazione sulla base di analisi interna

Sebbene le percentuali siano sostanzialmente stabili rispetto a quelle emerse a seguito delle analisi svolte sulle Relazioni Finanziarie Annuali 2020 emerge un notevole incremento in valori assoluti di ciascuna categoria (conseguenza di un complessivo incremento della popolazione oggetto di analisi), mostrando quasi un raddoppio delle informative che presentano un livello di granularità “elevato”, seppur numericamente ancora piuttosto contenute (7 rispetto alle 4 dell’anno precedente).

Gli elementi che accomunano le Relazioni Finanziarie Annuali caratterizzate da elevata granularità dell’informativa sono:

- l’inclusione di informativa nelle note illustrative e, in alcuni casi, nel contesto dell’elaborazione delle stime contabili, identificabile nella sostanza con le *disclosure* correlate all’*impairment test*, aspetto caratterizzante le società relative ai settori *Energy e Utilities*;
- la presentazione di report integrati che, nonostante possano non avere approfondimenti nelle note illustrative, permettono al lettore una comprensione d’insieme della gestione del rischio *climate*, seppur non sempre direttamente ricondotto agli impatti finanziari.

Pare rilevante menzionare il fatto che 41 delle Relazioni Finanziarie Annuali oggetto di analisi evidenziano, quale criterio ispiratore per la predisposizione delle *disclosure* correlate al rischio di cambiamento climatico, le raccomandazioni del TCFD (contro 25 dell’anno precedente) e 13 dei documenti predisposti, in particolare nel contesto della Dichiarazione Non Finanziaria (considerata nell’analisi laddove inclusa nel fascicolo della Relazione

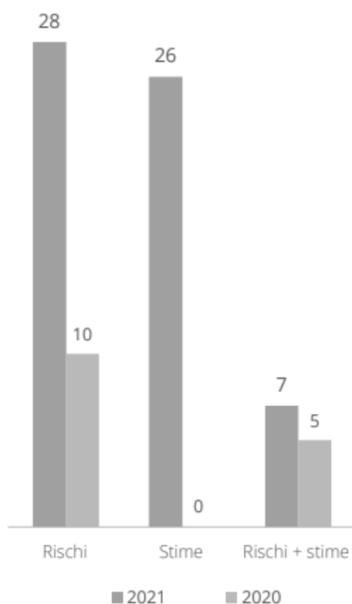
Finanziaria Annuale), evidenziano l'allineamento alle previsioni delle richiamate raccomandazioni (contro 10 dell'anno precedente).

Tale aspetto, che considerato in maniera asettica non influenza direttamente la redazione della Relazione Finanziaria Annuale ma molto di più la redazione della Dichiarazione Non Finanziaria, risulta tuttavia essere un parametro oggettivo e piuttosto rilevante per considerazioni in merito alla cultura aziendale in materia *climate* in quanto indicatore di convergenza delle strutture aziendali verso un *framework* evoluto di informativa *climate-related*, aspetto peraltro di interesse per il *regulator* (come rappresentato nelle *priorities* precedentemente illustrate).

#### 4.3. L'informativa nelle note illustrative e nell'elaborazione delle stime contabili.

Ulteriore segnale di una sempre maggior consapevolezza dell'importanza che hanno le tematiche *climate-related* sulla vita aziendale risultante dalla lettura delle Relazioni Finanziarie Annuali 2021 è il fatto che, come in precedenza riportato, 61 entità affrontano la tematica del *climate change* nell'ambito delle note illustrative contro le 15 dell'anno precedente. In particolare, dall'analisi emerge come:

GRAFICO 3 - Informativa nelle note illustrative



Fonte: Nostra elaborazione sulla base di analisi interna

- 28 entità diano una specifica informativa riferita ai rischi, seppur con diversi livelli di granularità contro le 10 dell'anno precedente;
- 26 entità includono specifiche *disclosure climate-related* esclusivamente all'interno di paragrafi correlati all'illustrazione dei criteri per l'elaborazione delle stime complesse o quale paragrafo a sé stante nella sezione introduttiva della nota illustrativa;
- 7 entità danno una specifica informativa sia con riferimento ai rischi, sia con riferimento alle stime (rispetto alle 5 dell'anno precedente).

Come desumibile dai dati riportati in precedenza anche dall'analisi dell'informativa fornita in nota integrativa emerge un ulteriore *improvement* rispetto agli anni precedenti nella consapevolezza delle tematiche *climate-related*.

È interessante inoltre evidenziare come tale consapevolezza non si rifletta solo in un incremento nel numero di società che identificano rischi *climate-related* anche nel contesto delle note illustrative di bilancio, ma altresì e soprattutto nel numero di società che affrontano tematiche *climate-related* nelle *disclosure* relative all'elaborazione delle stime contabili (33 nelle note illustrative con riferimento al 2021 rispetto alle 5 del 2020).

Nello specifico le considerazioni *climate-related* hanno riguardato principalmente le *disclosure* relative allo svolgimento dei test di *impairment* (23 società), alla definizione di fondi rischi e oneri (8 società), nonché considerazioni di merito nel contesto della definizione delle vite utili degli *asset* produttivi (8 società), anche se il livello dell'informativa fornita, nella quasi totalità dei casi, non consente al lettore di bilancio di ottenere le informazioni necessarie a comprendere come tale aspetto sia stato riflesso nell'ambito dell'elaborazione delle stime stesse.

A tale riguardo è utile osservare che la natura e la tipologia delle stime contabili evidenziate richiedono l'elaborazione di dati prospettici, che coinvolgono necessariamente aspetti strategici e di pianificazione delle società. Tale caratteristica presuppone il riflesso di rischi e di eventuali opportunità con un orizzonte temporale di medio/lungo periodo, che ragionevolmente non possono prescindere dagli impatti che il *climate change* avrà nello sviluppo futuro del loro business. Pertanto appare evidente che la considerazione, quantomeno qualitativa, del *climate risk* nell'elaborazione delle menzionate stime sia strettamente correlata a una pianificazione già *climate oriented*.

#### **4.4. I rischi *climate-related* nella Relazione Finanziaria Annuale.**

Anche in considerazione delle sollecitazioni dei *regulator*, che hanno individuato il *climate change* nel contesto delle *priority* per la redazione delle Relazioni Finanziarie Annuali 2021, declinando la richiesta in merito all'opportunità di fornire adeguata *disclosure* dei rischi *climate-related* e degli impatti che tali rischi hanno sulle assunzioni degli amministratori, si è

proceduto a verificare l'esistenza o meno di *disclosure* correlate ai rischi *climate-related* nelle Relazioni Finanziarie Annuali 2021, nonché il loro posizionamento all'interno dei fascicoli di bilancio oggetto di analisi.

Sulla base delle analisi svolte, il 60% delle Relazioni Finanziarie Annuali (125 casi sui 210 oggetto di analisi, contro i 62 dell'anno precedente) includono riferimenti al *climate change*, con diversi livelli di dettaglio, nell'identificazione dei rischi rilevanti per l'entità.

Coerentemente con i risultati delle analisi svolte in precedenza, nella maggioranza dei casi (66% ovvero 83 Relazioni Finanziarie Annuali su 125 totali) la trattazione e le considerazioni in merito ai rischi di cambiamento climatico sono riportate nell'ambito della Relazione sulla Gestione, nel 28% dei casi (35 Relazioni Finanziarie Annuali su 125 totali) indicazioni relative al rischio di cambiamento climatico sono incluse fra i rischi riportati nelle note illustrative, mentre nel 6% dei casi (7 Relazioni Finanziarie Annuali su 125 totali), di fatto identificabili con i soggetti che predispongono l'*integrated report*, l'informativa è fornita nell'ambito di altre sezioni di bilancio integrato.

#### 4.5. I risultati dell'analisi: una view per settore.

Al fine di rappresentare la correlazione fra la presenza di informativa *climate-related* e settore di appartenenza della società, abbiamo analizzato il numero delle Relazioni Finanziarie che riportano l'informativa in merito al rischio di cambiamento climatico rispetto al totale delle Relazioni Finanziarie delle entità del medesimo settore.

Nello specifico l'analisi evidenzia come:

- il 64% delle entità industriali (ossia 104 su un campione di 162) affronta il tema *climate* nella Relazione Finanziaria Annuale 2021 (contro il 36% dell'anno precedente);
- il 54% delle entità finanziarie (ossia 26 su un campione di 48) affronta il tema *climate* nella Relazione Finanziaria Annuale 2021 (contro il 35% dell'anno precedente).

Dal punto di vista della collocazione dell'informativa all'interno della Relazione Finanziaria Annuale emerge una rappresentazione della tematica nell'ambito delle note illustrative in crescita sia fra le società industriali che fra le società finanziarie. In particolare:

- 22 delle 26 società finanziarie che forniscono informativa *climate-related* includono tale informativa nella Relazione sulla Gestione (rispetto alle 16 dell'anno precedente) e 19 anche nel contesto delle note illustrative al bilancio (rispetto alle 7 dell'anno precedente);
- 96 delle 104 società industriali forniscono informativa in merito al rischio del cambiamento climatico nella Relazione sulla Gestione (rispetto alle 60 dell'anno precedente) e 42 anche nel contesto delle note illustrative al bilancio (rispetto alle 8 dell'anno precedente).

Risulta innegabile il fatto che il panorama evidenzia settori caratterizzati

da una maggiore maturità, molto probabilmente influenzati dall'esposizione ad un maggior rischio derivante dal cambiamento climatico, in termini di rilevanza degli effetti e/o di orizzonte temporale in cui è attesa la loro manifestazione, che in qualche modo ha incentivato un'evoluzione del processo di consapevolezza in maniera anticipata rispetto ad altri.

Proprio in tal senso, in continuità con il precedente esercizio, fra le società del macro-settore *Financials*, le entità del settore *Banks* e del settore *Insurance* evidenziano maggiore consapevolezza rispetto alle tematiche *climate-related*, come misurata dall'indice che rileva la presenza di informativa relativamente a tali tematiche nell'ambito della Relazione Finanziaria Annuale, pari a circa l'80% per entrambi i settori. L'incremento dell'indice di consapevolezza rispetto alle tematiche *climate-related* per il settore *Banks* (in crescita rispetto al 50% dell'anno precedente) è da attribuirsi anche alle sollecitazioni ricevute da parte dei *regulator* internazionali e nazionali sulla necessità di una maggiore trasparenza in tema di rischi *climate-related*, come in precedenza illustrato; ciò deriva dalla consapevolezza che nella tassonomia dei rischi a cui è esposto il settore *Banks* il rischio climatico rappresenta senza dubbio una categoria di rischio emergente che potrebbe impattare in misura significativa e pervasiva, in un orizzonte di medio/lungo termine, sui rischi finanziari tradizionali.

Il percorso, sebbene in miglioramento rispetto al 2020, appare ancora in una fase iniziale per le società del settore *Financial Services (Asset manager)* e per quelle del settore *Real Estate*: l'indice che ne misura il grado di consapevolezza, come precedentemente definito, risulta infatti soltanto pari, rispettivamente, al 37% (contro il 19% dell'anno precedente) e al 33% (contro il 30% dell'anno precedente).

Nel panorama delle società industriali, il quadro appare più variegato. In generale, con l'eccezione del macro settore *Basic Materials* per il quale solo il 20% delle società appartenenti al settore fornisce informativa connessa al *climate change*, tutti i macro settori evidenziano un trend in crescita significativo: oltre il 50% delle società appartenenti al singolo settore presenta un'informativa *climate-related* nella Relazione Finanziaria Annuale.

Emergono, inoltre, in primo piano le società dei settori *Energy e Utilities*: l'83% delle prime (contro il 70% dell'anno precedente) e l'86% delle seconde (contro l'80% dell'anno precedente) forniscono informativa relativa al rischio *climate change* nella Relazione Finanziaria Annuale. In linea con il generale incremento riscontrato nei paragrafi precedenti si evidenzia inoltre una significativa crescita di consapevolezza delle società appartenenti ai macro settori *Consumer Goods e Industrials*: il 59% delle prime (contro il 36% dell'anno precedente) e il 65% delle seconde (contro il 33% dell'anno precedente) includono infatti informativa *climate-related* nella Relazione Finanziaria Annuale.

Si evidenzia come l'appartenenza a settori identificabili con maggiore esposizione a tali rischi, nei termini precedentemente definiti (quali *Energy e*

*Utilities*) influenza in maniera significativa non solo la strategia comunicativa, ma anche la portata e il contenuto delle *disclosure* nel contesto delle Relazioni Finanziarie Annuali. Restano, in ogni caso, delle disomogeneità anche all'interno di tali settori, sia con riferimento alla presenza o meno dell'informativa, sia nella modalità e nel livello di trattazione della tematica, aspetti che fanno presupporre la rilevanza altresì di elementi soggettivi, correlati a una differente sensibilità del management di società appartenenti al medesimo settore alle tematiche *climate-related*.

## 5. Il *climate change* nelle diverse forme di comunicazione aziendale: l'esigenza di trasparenza.

È ormai chiaro che le spinte degli stakeholder e in generale del mercato reclamano un'informativa trasparente, accurata e completa, capace di fornire elementi al lettore di bilancio per poter comprendere gli impatti del rischio correlato al cambiamento climatico sulle *performance* economico-finanziarie e sulla relativa informativa di bilancio.

In questo quadro si innestano anche le richieste dei *regulator* che evidenziano la necessità di considerare gli impatti del rischio correlato al cambiamento climatico nella predisposizione dei bilanci e di rappresentare la tematica sia nel contesto delle comunicazioni finanziarie che in quello delle comunicazioni non finanziarie. In particolare, come precedentemente richiamato, l'ESMA nei documenti del 29 ottobre 2021 e del 28 ottobre 2022 ha menzionato la necessità di coerenza fra le informazioni contenute nella Relazione Finanziaria Annuale e le informazioni fornite dalla società al mercato, nonché le informazioni fornite nel reporting non finanziario.

Con lo spirito che contraddistingue le analisi svolte, si è proceduto, pertanto, ad effettuare carotaggi specifici sulle Dichiarazioni Non Finanziarie e altri documenti di sostenibilità (insieme definiti come "Documenti non finanziari") predisposti dalle società quotate incluse nel perimetro di analisi, allo scopo di comprendere come la tematica correlata al rischio climatico sia riflessa nelle diverse tipologie di documenti pubblicati dalle singole entità. Sono stati quindi oggetto di analisi 160 Documenti non finanziari (149 Dichiarazioni Non Finanziarie e 11 Bilanci di Sostenibilità redatti su base volontaria): in modo circoscritto alla sola trattazione del rischio *climate* le informazioni contenute nei Documenti non finanziari sono state confrontate con le informazioni inserite nelle Relazioni Finanziarie Annuali, con particolare focus sulla trattazione dei rischi *climate-related* identificati nei due set informativi.

Prima di effettuare considerazioni di carattere qualitativo, riportiamo le risultanze delle analisi svolte:

- 110 dei 160 Documenti non finanziari considerano il *climate change* quale tematica rilevante e forniscono informativa a riguardo, impostazione

peraltro in linea con quanto riportato nel contesto dell'informativa della Relazione Finanziaria Annuale;

- 30 dei 160 Documenti non finanziari considerano il *climate change* quale tematica rilevante e forniscono informativa a riguardo, ma tale informativa non trova riscontro nella corrispondente Relazione Finanziaria Annuale;

- 20 dei 160 Documenti non finanziari, oggetto di analisi, non individuano il *climate change* quale tematica rilevante, pertanto tale aspetto non è evidenziato nel documento pubblicato. Tale impostazione è del tutto allineata a quanto rappresentato nel contesto della predisposizione della Relazione Finanziaria Annuale.

Volendo concentrarsi sulla modalità di presentazione dei rischi *climate-related* nell'ambito dei Documenti non finanziari possiamo individuare le seguenti casistiche:

- circa il 79% delle società che include il rischio *climate* nei Documenti non finanziari, identifica una specifica sezione del documento in cui il rischio medesimo è descritto;

- circa il 21% delle società che include il rischio *climate* nei Documenti non finanziari, non individua una specifica sezione in cui il rischio è descritto ma la trattazione è diffusa nell'ambito dell'intero documento.

Tale aspetto non preclude la qualità dell'informativa fornita ma la chiarezza espositiva della tematica, anche se nella maggior parte dei casi le società che hanno trattato il *climate change* in modo diffuso nell'ambito del Documento non finanziario non individuano rischi direttamente correlati.

Nel processo di analisi volto a individuare la corrispondenza delle informazioni fra Documenti non finanziari e Relazioni Finanziarie Annuali, sono altresì rilevanti alcune considerazioni in merito alla rappresentazione dei rischi individuati nei Documenti non finanziari nell'ambito della predisposizione delle Relazioni Finanziarie Annuali. In dettaglio:

- nella maggioranza dei casi (circa il 64% delle società che includono informativa *climate-related* nei Documenti non finanziari) l'informativa fornita nelle Relazioni Finanziarie Annuali risulta essere allineata, sia dal punto di vista della presentazione sia dal punto di vista delle considerazioni qualitative in merito alla rilevanza del rischio e all'eventuale riflesso nella gestione, rispetto a quanto riportato nei Documenti non finanziari;

- nella residua parte (circa il 36% delle società che includono informativa *climate-related* nei Documenti non finanziari) l'informativa fornita nelle Relazioni Finanziarie Annuali ha un taglio diverso, ovvero la consistenza delle considerazioni di dettaglio (in particolare con riferimento alla valutazione del rischio) è differente. La diversa rappresentazione riguarda la granularità dell'informativa fornita: spesso il livello di dettaglio non è equivalente nei due documenti, oppure ancora il rischio evidenziato nei Documenti non finanziari non è classificato quale rischio nell'ambito della Relazione Finanziaria Annuale.

In considerazione del contesto piuttosto variegato e certamente in corso di evoluzione, la lettura del quadro che emerge da tale analisi deve tenere conto di alcuni elementi qualitativi, determinanti per una corretta rappresentazione del processo *in itinere* che necessariamente dovrà convergere su tavoli di lavoro condivisi dalle diverse funzioni aziendali nei prossimi anni:

- i Documenti non finanziari (in particolare le Dichiarazioni Non Finanziarie) riflettono le indicazioni e i contenuti individuati dal D.L. 254/2016, che non necessariamente collimano con le indicazioni previste dai principi contabili di riferimento;

- la predisposizione delle Relazioni Finanziarie Annuali è basata su un criterio di materialità, specificatamente individuato dallo IAS 1, non allineato all'analogo criterio sotteso alla predisposizione dei Documenti di carattere non finanziario: conseguentemente rischi o tematiche affrontate nel contesto non finanziario potrebbero non avere i requisiti di materialità per essere inclusi nell'informativa finanziaria.

Sulla base di quanto osservato sembrerebbe ragionevole poter concludere che eventuali disallineamenti tra le due informative siano per lo più da attribuirsi a differenze nei *framework* di rendicontazione, da un lato, e alla complessità e non completa integrazione dei diversi processi di reporting dall'altro: l'elaborazione delle informazioni *climate-related*, infatti, coinvolge differenti funzioni aziendali che contribuiscono, ciascuna per le proprie specifiche competenze, alla produzione e all'aggregazione di informazioni e dati, derivanti dal diverso ruolo che le varie funzioni hanno.

Raggiungere un obiettivo di convergenza nei processi e nella risultante informativa non è semplice e richiede una forte integrazione delle funzioni di *governance*, *risk management*, pianificazione strategica, sostenibilità e delle diverse funzioni di reporting, oltre che l'implementazione di un processo di *corporate reporting* quanto più integrato e coordinato, ed improntato ad una visione più innovativa dello stesso. La gestione del rischio *climate-related* prevede, infatti, il coinvolgimento di funzioni aziendali che da sempre svolgono le proprie attività in modo contestuale ma non necessariamente coordinato. La gestione dell'informativa *climate* non può che essere il flusso coordinato di processi decisionali che coinvolgono aree aziendali molto diverse. Il percorso di maturazione è ancora in corso e le strutture organizzative aziendali dovranno evolvere per garantire la qualità nel processo di produzione, raccolta e aggregazione delle informazioni, nonché la coerenza e consistenza rispetto a tutti i documenti oggetto di comunicazione al mercato.

## **6. Gli scenari attesi di evoluzione del *corporate reporting*.**

Nel contesto di riferimento rappresentato nei precedenti capitoli, si innestano le evoluzioni del *corporate reporting* tracciate in ambito europeo dalla CSRD e dai correlati progetti di *standard setting* di sostenibilità. In

particolare, i processi di pubblica consultazione delle bozze di standard di reporting di sostenibilità che hanno avuto luogo a cavallo tra la primavera e l'estate 2022, sul fronte europeo da parte dell'EFRAG e su scala globale da parte dell'ISSB, contestualmente all'accordo sul testo finale della CSRD da parte delle istituzioni europee, hanno delineato in maniera chiara il disegno che già da qualche anno avevamo intravisto all'orizzonte ma che ancora non aveva preso forma: il reporting di sostenibilità è destinato ad assumere nel breve periodo un ruolo di *mainstream* e ad essere sempre più integrato ed interconnesso con la Relazione Finanziaria Annuale.

L'analisi del disegno della nuova Direttiva europea e delle bozze di standard di rendicontazione ha fatto emergere in maniera netta l'innesto della dimensione finanziaria nel reporting di sostenibilità, implicita nel concetto di doppia materialità introdotto dall'impianto delle bozze di standard EFRAG e nella dimensione di materialità degli standard ISSB che si focalizzano sull'interesse degli investitori finanziari e sugli impatti finanziari attesi dalle variabili ESG.

L'acceso dibattito generato nell'ambito del processo di consultazione sulle bozze degli standard di reporting di sostenibilità ha messo in luce proprio la rilevanza di tale componente, evidenziando da un lato l'esigenza di chiarire in termini pratici il concetto stesso di doppia materialità e il processo da seguire per identificare le tematiche rilevanti, sotto il profilo non solo degli impatti generati dalle imprese ma anche degli attesi risvolti sulle *performance* economico finanziarie delle stesse, dall'altro la necessità di mettere a fuoco le modalità con cui determinare tali impatti finanziari attesi nel breve, medio e lungo periodo, comprendendo la rilevanza della sempre maggiore interconnessione con il reporting finanziario, le componenti di elevata incertezza e soggettività insiti in tale processo di stima e pertanto la necessità di chiarezza e *guidance* in merito.

La crescente interconnessione è messa in evidenza anche dalle nuove regole stabilite in merito alla collocazione del reporting di sostenibilità e alle tempistiche di pubblicazione: entrambi i set di standard, così come il testo della CSRD, prevedono che il reporting di sostenibilità debba essere integrato all'interno della Relazione Finanziaria Annuale e conseguentemente reso pubblico con le medesime tempistiche.

Lo scenario prospettato mette in evidenza l'urgenza che all'interno delle aziende nascano nuove modalità di interazione tra le funzioni oggi deputate ad occuparsi del reporting di sostenibilità e le funzioni *Finance* che hanno la *governance* sui processi di predisposizione dell'informativa finanziaria annuale, per mettere a fattor comune gli elementi informativi disponibili per ciascuna di esse. L'interrelazione tra tali funzioni è infatti elemento essenziale per l'attuazione di un piano di transizione verso quella che a tutti gli effetti si delinea come una nuova era del *corporate reporting*, dove le componenti ESG saranno *driver* sempre più rilevanti di valutazione delle *performance* aziendali. Occorrerà pertanto, coerentemente con il nuovo contesto

normativo e di standard in corso di definizione, poter esprimere tali componenti anche tramite metriche finanziarie per consentirne una misurazione sempre più trasparente e puntuale, guardando non più solo alla rendicontazione di dati storici, ma anche alle previsioni prospettiche di breve, medio e lungo periodo. Ciò pone le aziende di fronte ad una sfida importante in termini di strutturazione di nuovi processi di rendicontazione, che abbraccino in modo organico competenze e ambiti propri di diverse funzioni aziendali.

Tale progettualità costituisce il quadro più ampio all'interno del quale già oggi si manifesta la necessità di considerare nelle stime di bilancio gli impatti del cambiamento climatico e di fornire un'informativa trasparente al riguardo, e trova un ulteriore fattore di genesi nelle richieste di informativa incluse nei nuovi standard di reporting di sostenibilità.

In tale contesto giocherà un ruolo molto rilevante anche il dialogo tra i diversi *standard setter*, considerando le perplessità evidenziate dai molti stakeholder nell'ambito del processo di consultazione sulle citate bozze di standard rispetto all'interoperabilità dei diversi *framework* proposti rispettivamente dall'EFRAG e dall'ISSB. Al riguardo è stata infatti da più parti espressa la necessità che si trovi una chiave comune di comparazione degli stessi, anche al fine di consentirne una più agevole adozione da parte dei *preparer* che si troveranno a dover rendicontare in conformità ad entrambi i set di standard.

Le evoluzioni prospettate in questo quadro tracciano il solco di una profonda trasformazione del *corporate reporting* delle imprese, che sempre di più ruoterà intorno alla sostenibilità del business e della strategia aziendale e chiederà grandi sforzi di adattamento e ripensamento dei relativi processi, della *governance* aziendale e del sistema di controllo interno.

La portata di tale trasformazione richiede sin d'ora ai *preparer* una consapevolezza della rilevanza dell'informativa *climate-related* ed una comprensione del suo percorso evolutivo.

# PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

## IL VALUTATORE E L'INFORMAZIONE PROSPETTICA DELLE PMI: ALCUNE PRIME PROPOSTE OPERATIVE

di NICOLA AGNOLI e MARTINO ZAMBONI

### 1. Premessa.

Il valore di un'azienda è funzione della sua capacità di generare flussi futuri. Lo esplicita in modo chiaro la stessa definizione di valore economico del capitale della scuola economico aziendale italiana: un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri (Zappa, 1937).

I flussi futuri di risultato, reddituali o finanziari, sono quindi una componente essenziale di ogni valutazione d'azienda a prescindere dal contesto della stima, dalla configurazione di valore ricercata e dalle metodologie utilizzate.

La comprensione della capacità dell'azienda di generare flussi di risultato avviene, solitamente, attraverso l'analisi e la verifica del piano economico-finanziario e più in generale della base informativa prospettica <sup>(1)</sup>.

La disponibilità dell'informazione prospettica e la sua utilizzabilità ai fini della stima costituiscono elementi cruciali affinché il valutatore sia in grado di esprimere un giudizio di valore razionale, verificabile, coerente ed affidabile <sup>(2)</sup>.

È naturale dunque che il tema dell'analisi e della verifica dell'informazione prospettica trovi spazio nei Principi Italiani di Valutazione - PIV, con un paragrafo dedicato della sezione terza "*Principi per specifiche attività*" <sup>(3)</sup>.

In generale, le attività che il valutatore deve condurre per verificare l'utilizzabilità dei flussi prospettici nella stima si differenziano a seconda della tipologia di incarico ricevuto <sup>(4)</sup>. Per le valutazioni "piene", ad esempio

---

<sup>(1)</sup> Con la locuzione "informazione finanziaria prospettica" si intende qualsiasi documento o foglio di lavoro che reca informazioni qualitative e quantitative risultato di una attività di previsione.

<sup>(2)</sup> PIV I.1.4.

<sup>(3)</sup> Il paragrafo è composto da 5 principi, dal III.1.23 al III.1.27.

<sup>(4)</sup> PIV III.1.23.

tutte quelle disciplinate dal Codice Civile, i PIV richiedono al valutatore di esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano adottato per la determinazione dei flussi prospettici<sup>(5)</sup> e, ove necessario, di integrarlo con motivazioni puntuali. Di conseguenza, oltre a svolgere l'intero processo di stima per le valutazioni piene (I.4.3), è necessario sviluppare tutte le fasi previste per una corretta applicazione dell'analisi fondamentale (PIV III.1.2)<sup>(6)</sup>.

Il PIV III.1.24 fornisce alcune indicazioni in merito al giudizio di ragionevolezza, che dovrà tenere conto:

— quanto a *capacità previsionali* dei redattori del piano: della loro esperienza in materia di programmazione dei risultati, della qualità del processo di pianificazione adottato dall'azienda e del coinvolgimento delle funzioni aziendali responsabili dei risultati previsti;

— quanto all'*azienda* da valutare: della ragionevolezza dei rischi impliciti considerati nel piano rispetto alle condizioni tipiche di operatività, del settore di appartenenza e dell'ambiente competitivo di riferimento;

— quanto al *piano*: delle finalità di sua redazione, della sua coerenza strategica ed adeguatezza tecnica e operativa, della ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime formulate, della plausibilità dei risultati attesi e della loro effettiva sostenibilità, dell'avvenuta approvazione da parte degli organi societari.

Se i flussi di risultato prospettici non sono ritenuti ragionevoli dal valutatore non possono essere utilizzati perché nessun aggiustamento ai tassi consentirà di giungere ad una stima di valore razionale e affidabile.

A supportare il valutatore nella complessa attività di analisi dell'informazione prospettica, quando disponibile, è intervenuto direttamente l'Organismo Italiano di Valutazione - OIV - con il *Discussion paper* n. 1/2021 *L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione*. Il documento fornisce alcuni principi generali e linee guida operative per aiutare il valutatore nel processo di analisi e di verifica e soprattutto illustra le differenti tipologie di giudizio a cui il valutatore può giungere, indicando i possibili rimedi in caso di ragionevolezza parziale o assente<sup>(7)</sup>.

Il documento è rivolto, però, a realtà aziendali evolute, dotate di sistemi di adeguati pianificazione e *reporting*, tanto da chiarire nelle premesse che molte delle indicazioni fornite non risultano facilmente adattabili alle imprese di minori dimensioni, prive di un processo di pianificazione formalizzato e nelle quali di frequente la disponibilità di informazione prospettica è molto limitata o del tutto assente.

<sup>(5)</sup> Non si tratta di un'attestazione di tipo ISAE 3400, salvo sia richiesto da specifiche norme o regolamenti oppure dal mandato.

<sup>(6)</sup> Si tratta in particolare di: analisi strategica del modello di business, del settore/mercato di riferimento, esame della documentazione contabile e gestionale oltre che delle previsioni economiche e finanziarie e da ultimo analisi dei dati relativi allo scenario economico e al mercato dei capitali.

<sup>(7)</sup> Fornisce anche un percorso guidato di analisi dell'informazione prospettica con degli interessanti esempi illustrativi.

In assenza di specifiche istruzioni operative dell'OIV, allora, come dovrà operare il valutatore in questi particolari contesti?

Molto spesso infatti accade che l'impresa da valutare di ridotte dimensioni non dispone di un piano economico-finanziario e il valutatore è coinvolto in prima persona nella previsione dei flussi attesi in base agli elementi informativi disponibili <sup>(8)</sup>.

## 2. La gestione dell'informazione prospettica delle PMI.

La cultura e la capacità di programmazione sono purtroppo ancora carenti in molte PMI italiane, fenomeno riscontrabile sia nelle piccolissime aziende sia in alcune realtà imprenditoriali, per lo più familiari, di dimensioni rilevanti quanto a fatturato, capitale investito o addetti.

È auspicabile che la necessità di adeguati assetti organizzativi — più nello specifico di quelli amministrativi e contabili coinvolti nella definizione degli strumenti di pianificazione, programmazione e controllo — richiesta dal legislatore per l'accertamento preventivo delle situazioni di squilibrio economico-finanziario possa favorire la diffusione di sistemi in grado di predisporre piani aziendali affidabili.

In questi contesti, quindi, il valutatore non può disporre di informazione prospettica interna o, quando presente, è parziale, temporalmente limitata e priva, molte volte, di una formale approvazione <sup>(9)</sup>.

Nello svolgere l'incarico di valutazione potrebbe essere necessario quindi provvedere direttamente alla costruzione dei flussi di risultato cui correlare la stima, e farlo con modalità tali da garantire un'adeguata qualità delle proiezioni formulate.

Un valido supporto al valutatore è il percorso di analisi suggerito da Damodaran (Damodaran, 2017), secondo cui innanzitutto deve essere sviluppata una "narrativa" che illustri l'evoluzione attesa dell'azienda e identifichi in modo chiaro come si correla alle opportunità del mercato e ai trend macroeconomici attesi.

Una storia che poi va testata nella sua plausibilità, possibilità e probabilità. Molte sono le prospettive di impresa possibili, ma non per tutte è possibile trovare argomenti fondati che inducano concretamente a pensare che si realizzeranno; un numero rilevante di storie possibili e plausibili, poi, ad un attento esame si rivela improbabile, perché ad esempio le parti che le compongono sono sensate se considerate singolarmente ma risultano in conflitto logico una volta riunite assieme in un'unica storia.

---

<sup>(8)</sup> È un'ipotesi che gli stessi PIV considerano, tanto da prevedere un principio dedicato (PIV III.1.27) al caso in cui è l'esperto stimatore a dover formulare le previsioni economiche e finanziarie.

<sup>(9)</sup> È il caso frequente di un *budget* annuale relativo al solo profilo economico, con previsioni andamentali per lo più su base inerziale o addirittura matematica.

A questo punto occorre convertire la narrativa in numeri attraverso l'identificazione dei *driver di valore*, la loro traduzione in *input* specifici del piano e quindi la definizione degli stessi flussi di risultato. Ogni aspetto rilevante della storia dovrà trovare riscontro, diretto o mediato, nelle assunzioni e nei parametri del piano, così come ogni grandezza del piano si dovrà fondare su una parte della storia.

Questo aiuta anche ad un'effettiva connessione dei *value driver* alla valutazione, con la possibilità poi di condurre analisi di scenario o di sensibilità focalizzate su grandezze fondamentali e giungere, così, ad un giudizio di valore pienamente ponderato.

L'approccio illustrato appare coerente con il PIV III.1.27, per il quale il valutatore che predispone l'informazione prospettica deve “[...] *indicare con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi sulla quale queste sono basate, segnalando gli elementi di sostegno disponibili*”.

È un approccio, infatti, che consente di ottenere le previsioni quale risultato di un percorso razionale, da ancorare alla base informativa interna dell'azienda — relativa al passato e ai piani d'azione in atto e programmati — oltre che riscontrabile con le indicazioni reperibili dall'esame del contesto macroeconomico e competitivo in cui l'impresa opera. Si ricorda che minori sono gli elementi di presidio disponibili maggiore sarà il grado di rischio da trattare nella valutazione.

Naturalmente nel caso di una piccola impresa tutto va contestualizzato. Non è detto che a realtà dimensionalmente ridotte si accompagni anche un'operatività più semplice con dinamiche facilmente comprensibili; va inoltre considerata la portata dell'incarico di stima conferito al valutatore, anche sotto il profilo remunerativo.

È certamente da escludere che il valutatore svolga, *coeteris paribus*, oltre all'attività di stima anche un'attività di redazione di un vero e proprio piano industriale oppure che l'ampliamento del suo mandato divenga condizione necessaria per poter condurre la valutazione, fermo in ogni caso l'obbligo di non accettare incarichi per tempi o remunerazione incompatibili ad una corretta conduzione del processo di valutazione.

Appare dunque del tutto ragionevole che l'attività di previsione del valutatore sia condotta con l'obiettivo di elaborare un *output* anche sintetico, quanto a dettaglio dei prospetti delle dimensioni patrimoniale, economica e finanziaria, mentre non è derogabile la puntuale identificazione e la piena razionalità delle assunzioni sottostanti le previsioni, considerate anche nel loro complesso, che dovranno essere testate con delle interviste all'imprenditore.

Le attività per la costruzione dell'informazione prospettica che affronta spesso il valutatore di una PMI sono prevalentemente riconducibili alle prime due fasi del processo valutativo (PIV I.4.3); da un lato la formazione e l'apprezzamento della base informativa, dall'altro, e soprattutto, lo sviluppo e

l'applicazione dell'analisi fondamentale. A tal proposito si ricorda che uno dei tre profili di analisi della ragionevolezza di un piano è proprio la coerenza tra l'informazione prospettica ed i risultati dell'analisi fondamentale compiuta autonomamente dall'esperto<sup>(10)</sup>.

Nel definire la base informativa per la stima di una PMI priva di piano il valutatore dovrà innanzitutto verificare l'eventuale esistenza di informazione prospettica esterna utilizzabile a presidio delle ipotesi che formulerà per la determinazione dei flussi attesi. Mentre appare improbabile la presenza di stime di consenso o la disponibilità di piani di aziende comparabili; non è da escludere l'esistenza, invece, di studi di settore condotti da associazioni di categoria, locali o nazionali, che consentano di acquisire informazioni di fonte terza sulle prospettive di crescita del settore, sulle aspettative di marginalità e anche sui fattori chiave di sviluppo del comparto.

Dovrà inoltre accertare se nell'attività di previsione possano concretamente essergli di supporto l'informazione storica e corrente dell'azienda: una situazione in cui i flussi di risultato conseguiti non sono più indicativi di quelli futuri lo obbliga ad una profondità di indagine molto più elevata rispetto al caso di una azienda che si trova nella fase di maturità del proprio ciclo di vita<sup>(11)</sup>, in condizioni di *steady state*, nella quale può basarsi sui risultati, sempre comunque da normalizzare, del recente passato con una sostanziale continuità di gestione<sup>(12)</sup>. Un'ipotesi quest'ultima che è certo possibile ma non va data per scontata, come a volte invece sembra accadere nella prassi della valutazione delle piccole imprese, col ricorso a mere medie matematiche di risultati storici non altrimenti giustificate.

Nell'esaminare il passato della società il valutatore deve mantenere un atteggiamento critico e non dare per scontato che la storia si ripeterà in futuro, cercando di identificare degli elementi predittivi e quei fattori critici di successo su cui si fonda la sostenibilità del vantaggio competitivo che consente di mantenere una costanza di risultati nel tempo, aspetto chiave dell'analisi fondamentale (Koller, Goedhart, Wessels, 2015).

L'utilizzo di medie normalizzate storiche non è quindi un approccio errato a priori, ma va adottato solo dopo aver accertato la stazionarietà dei flussi già raggiunti e l'assenza di elementi adeguati a sostenere ipotesi di variazione sul passato, verifiche su cui fondare una proiezione che ne conferma di fatto la validità anche per il prossimo futuro (Guatri, Bini 2005).

---

<sup>(10)</sup> I restanti profili indicati dal *Discussion Paper* di OIV sono relativi alla coerenza interna all'informazione finanziaria prospettica e alla coerenza fra la finalità di redazione dell'informazione prospettica con la configurazione di valore stimata.

<sup>(11)</sup> Il *Discussion Paper* di OIV contempla la possibilità che l'esperto adotti percorsi di analisi semplificati, ferma comunque la necessità di stabilire sempre almeno la fase in cui si trova l'azienda — stazionaria, di crescita oppure di declino — e quali sono i *driver* che caratterizzano tale condizione (la dinamica dei suoi risultati ed investimenti ed i dati tendenziali necessari per la stima del valore terminale).

<sup>(12)</sup> Idealmente il valore di un'azienda può comunque sempre essere scisso in due componenti: il valore in atto a parità di condizioni (*steady state*) e il valore differenziale ottenibile cambiando lo scenario, considerando ad esempio opportunità di investimento future.

Quanto all'analisi fondamentale, il processo di verifica ne richiede un'applicazione completa (PIV III.1.2.): le prime due fasi riguardano l'analisi strategica a livello di settore e mercato di riferimento — per individuare le prospettive generali ed i fattori critici di successo — e l'analisi a livello di azienda, utile ad identificare le fonti del vantaggio competitivo e la sua sostenibilità nel tempo.

La terza fase individua l'evoluzione dei *driver* di valore e consiste nell'esame della documentazione contabile aziendale, anche di tipo gestionale. La quarta fase e l'ultima sono dedicate all'esame delle previsioni economiche e finanziarie, conseguenti alle scelte relative allo svolgimento dei processi aziendali, e all'esame dei dati relativi allo scenario economico, con particolare riferimento ai tassi ed ai risultati di società comparabili.

A ben guardare dunque le analisi che il valutatore svolge nella costruzione dei flussi in caso di assenza di informazione prospettica sono analoghe a quelle che sarebbe comunque chiamato a condurre su un piano disponibile.

Indagini che necessariamente presuppongono confronti con l'imprenditore, opportuni anche per identificare i *driver* di valore su cui condurre analisi di sensibilità e di cui verificare la stabilità nel lungo periodo, anche per la stima del valore terminale. Valore terminale che non deve necessariamente avere a base l'ultimo anno di previsione esplicita o la media degli anni di previsione, si pensi al caso in cui il vantaggio competitivo di un'impresa è temporaneo e si esaurisce negli anni di piano e quindi il valore terminale va stimato sulla base di un risultato che non ne tenga conto.

Mentre però, in presenza di informazione prospettica, l'interlocutore aziendale ha già in una qualche misura razionalizzato e tradotto in numeri la sua idea sul prossimo futuro dell'impresa, quando invece l'informazione è assente il compito del valutatore è più delicato. Non potrà, infatti, limitarsi a verificare la tenuta di ipotesi già identificate, bensì dovrà condurre un'attività maieutica per estrapolare dai colloqui con l'imprenditore gli elementi fondanti il piano da costruire. Elementi che una volta identificati dovrà poi razionalizzare, sistematizzare, tradurre in assunzioni precise e infine convertire in numeri nella loro triplice dimensione patrimoniale, economica e finanziaria.

### **3. Alcuni profili dell'informazione prospettica predisposta dal valutatore.**

Un piano può dirsi ragionevole quando un altro esperto, esercitando adeguato scetticismo professionale, lo riterrebbe fonte informativa utile per la stima del valore dell'azienda. A tal fine, per formarsi un giudizio autonomo sull'informazione prospettica disponibile il valutatore deve normalmente ap-

profondire otto profili<sup>(13)</sup>, che si combinano fra loro con modalità differenti caso per caso rendendo impossibile identificare tra loro relazioni reciproche univoche.

Nel caso di autonoma costruzione dei flussi attesi alcuni dei profili non sono significativi per un'evidente autoreferenzialità: se non fossero soddisfatti in misura adeguata non potrebbe certo utilizzare nella stima le previsioni formulate, ferma comunque sempre la necessità di prova ai terzi.

Ci si riferisce all'*affidabilità* dell'esercizio di previsione, funzione diretta della rilevanza della base informativa disponibile ed indiretta degli anni previsti e delle evidenze di segno contrario; così come perde rilevanza anche il profilo della *verifica esterna* circa l'esistenza di controlli da parte di soggetti indipendenti<sup>(14)</sup> o la presenza di eventuali riscontri terzi, che in caso sarebbero già stati incorporati dal valutatore nelle sue previsioni.

Lo stesso può dirsi anche per il profilo della *completezza dell'esercizio di previsione* relativa agli input, alle assunzioni e agli output<sup>(15)</sup>, tenuto conto che le finalità valutative sono all'origine della stessa redazione del piano.

Appare utile invece soffermarsi sul profilo della *analiticità*, relativo alla modalità con cui la previsione si forma.

Una previsione dei ricavi effettuata ragionando sulle variabili chiave della loro dinamica — ad esempio volumi, prezzi, valute — e che di ognuna prevede l'andamento futuro è migliore di quella che adotta un tasso di crescita dei ricavi correnti desunto dall'andamento storico. Il livello di analiticità può peraltro configgere con la rilevanza dell'incarico di valutazione, per cui la scelta del livello cui collocarsi deve essere lasciata alla competenza professionale dell'esperto, sempre compatibilmente con le finalità della valutazione.

Una scelta al ribasso a volte potrebbe comunque rivelarsi obbligata, in assenza di un sostanziale supporto dell'imprenditore all'attività di analisi strategica per la costruzione dei flussi, sia che dipenda da una limitata disponibilità piuttosto che dalla mancanza di una cultura e un'abitudine alla pianificazione. Un'eventualità che rende la costruzione dei flussi del piano fatta dal valutatore priva di *impegno strategico*, funzione dei piani di azione che ne dovrebbero conseguire con assegnazione degli obiettivi, verifica delle risorse disponibili e preventiva individuazione di azioni correttive a supporto dell'implementazione delle previsioni. Una carenza che dovrà essere trattata anche nell'applicazione del modello valutativo, ad esempio prevedendo nella determinazione del tasso di attualizzazione un adeguato premio per il rischio di *execution*.

---

<sup>(13)</sup> Il citato *Discussion Paper* dell'OIV li identifica in rischio intrinseco, complessità, analiticità, affidabilità, completezza, impegno strategico, sostenibilità finanziaria, verifica esterna.

<sup>(14)</sup> Questo a meno di una surreale ipotesi per cui la società non predisporre autonomamente o fa predisporre l'informazione prospettica a terzi, ma invece fa verificare i flussi costruiti dal valutatore.

<sup>(15)</sup> Un esercizio di previsione è completo se interessa il conto economico, lo stato patrimoniale ed il rendiconto finanziario.

L'assenza di piano con necessità di costruirlo appare invece ininfluenza per le attività di analisi che il valutatore deve condurre sotto il profilo della *sostenibilità finanziaria*, per il quale un piano si deve fondare su una struttura finanziaria adeguata ai fabbisogni d'impresa, con un equilibrio tra fonti ed impieghi che va accertato non solo per gli anni di previsione analitica ma anche successivamente.

Nel caso delle imprese di minore dimensione il tema della sostenibilità finanziaria assume particolare rilevanza, sia per la congenita sottocapitalizzazione che spesso le caratterizza sia per una tendenza della prassi "più operativa" ancora non superata di sorvolare sui riflessi finanziari di un piano in caso di valutazioni reddituali: si assiste talvolta all'adozione errata di flussi reddituali per la stima che, pur ragionevoli sotto il profilo delle marginalità, sono concretamente irrealizzabili se si presta attenzione alle risorse finanziarie occorrenti per conseguirli. Anche se viene fornito un piano pluriennale solo economico ritenuto ben redatto, il valutatore non può quindi esimersi dal costruirne la relativa evoluzione patrimoniale e finanziaria per comprendere almeno le dinamiche del capitale circolante, delle immobilizzazioni materiali e degli intangibili così da verificare l'effettiva tenuta finanziaria delle previsioni economiche.

Il settimo profilo di analisi di un piano, la *complessità*, definisce il livello di impegno e la cautela che in assenza di informazione prospettica il valutatore deve porre nell'esercizio di previsione, considerato che un numero elevato di variabili chiave rende più complicato accertarne l'impatto sui flussi, le relazioni reciproche e l'esistenza di eventuali effetti compensativi tra loro.

Questo profilo dipende soprattutto dallo specifico modello di *business* e dal contesto competitivo dell'impresa e la sua gestione per il valutatore in casi di elevata complessità rende ancora più importante una disponibilità dell'imprenditore ad un confronto attivo oltre alla presenza di base informativa prospettica esterna, da utilizzare a fondamento e presidio delle ipotesi formulate, tenuto conto che punto centrale della valutazione è l'analisi degli andamenti strategici futuri dell'azienda (Corbella, Liberatore e Tiscini, 2020).

È dipendente dalla specifica impresa anche il *rischio intrinseco* dell'esercizio di previsione, che cresce in proporzione alla dispersione dei possibili risultati alternativi rispetto allo scenario adottato; aumenta anche se è elevata la sensibilità dei risultati rispetto ai cambiamenti delle variabili chiave.

#### **4. L'adozione di un approccio multiscenario come possibile soluzione.**

Quando una PMI formula un piano normalmente si riferisce ad unico scenario, quello più probabile. È meno frequente che il piano esprima risultati medio attesi, non condizionati al verificarsi di uno scenario specifico.

Il valutatore delle PMI che costruisce i flussi futuri difficilmente — per la ridotta base informativa di cui in genere dispone — è nelle condizioni di poter individuare uno scenario medio-atteso. In alternativa all'utilizzo del piano probabile, con successiva integrazione del tasso di attualizzazione con un premio aggiuntivo legato al rischio di scenario, potrebbe ricorrere all'adozione di un approccio multi-scenario.

Si tratta di una soluzione spesso utilizzata nella stima delle aziende in crisi (Massari, Villani e Zanetti, 2022) quando, oltre allo scenario base di piano, se ne ipotizzano altri legati ad esempio alle azioni di risanamento programmate piuttosto che al concretizzarsi solo di alcune di esse.

Con l'approccio multiscenario il valutatore identifica i principali scenari che presume potrebbero manifestarsi, definendoli a partire dal piano base di cui varia alcune assunzioni di base; sviluppa poi il relativo piano ed attribuisce ad ognuno la probabilità di futura manifestazione. La stima del valore dell'azienda sarà espressione della media ponderata del valore determinato in ognuno degli scenari individuati.

In generale, è possibile ricondurre le *assumption* sottostanti i diversi scenari alle tre categorie delle condizioni macroeconomiche, delle condizioni del settore di appartenenza dell'impresa (con l'ambiente competitivo che potrebbe anche mutare radicalmente mettendo in discussione il modello di *business* sinora adottato dall'azienda) e delle condizioni specifiche dell'impresa da valutare (Massari, Gianfrate e Zanetti, 2016).

Nel caso della costruzione dei piani delle PMI, grazie all'analisi fondamentale condotta lo stimatore potrà disporre di elementi utili ad identificare le assunzioni alla base di possibili scenari differenti, per quanto a volte semplificati; potrebbe, così, risolvere anche il problema di dover altrimenti compiere un'unica scelta tra ipotesi chiave alternative.

In tal modo i destinatari della valutazione potranno comprendere in modo chiaro gli effetti delle assunzioni sottostanti ogni piano, prendendo parte all'esercizio di previsione svolto dal perito, e coglierne i diversi esiti in termini di valore. Sarà reso più esplicito anche l'impatto del rischio sul valore, altrimenti incluso nel tasso di attualizzazione.

L'esercizio di previsione che il valutatore di una PMI deve svolgere è sempre molto delicato e costituisce il presupposto del corretto giudizio di valore per cui è stato incaricato.

Nella frequente situazione di indisponibilità di una base informativa prospettica sul settore o di una ridotta collaborazione dell'imprenditore, anche solo per carenza di capacità nonostante la disponibilità manifestata, il rispetto del requisito della ragionevolezza dei flussi attesi potrebbe essere soddisfatto proprio attraverso la creazione di alcuni scenari discreti alternativi. In casi limite, gli scenari potrebbero anche essere semplificati e differenziarsi tra loro solo per i profili di sviluppo economico delle previsioni a livello di azienda target, senza modifiche a livello di assunzioni sull'economia o sul settore; l'attività svolta può anche avvicinarsi molto, in tali situazioni, a

quella dell'analisi di sensitività sulle variabili chiave che determinano i flussi attesi.

Ferme le altre principali ipotesi dello scenario base, in questa applicazione semplificata si potrebbero ad esempio variare solo i tassi di crescita del fatturato e le marginalità economiche intermedie, a struttura patrimoniale e finanziaria dell'azienda invariate, salvo seguire logicamente le modifiche reddituali introdotte. A partire dai soli risultati storici e correnti dell'azienda *target*, dei principali concorrenti ed infine dell'intero settore, il valutatore può ricorrere comunque ad un approccio multiscenario che gli consentirà di disporre ragionevolmente di flussi futuri che si collocano in un *range* che risulta plausibile e dimostrabile, all'interno delle recenti dinamiche del contesto competitivo in cui l'azienda opera. Non rischierà così di incorrere in errori legati ad una base informativa talmente limitata da rendere arduo formulare un solo scenario medio rappresentativo, che altrimenti potrebbe presumibilmente limitarsi ad una riproposizione inerziale dei dati storici, soluzione solo formalmente prudentiale. È evidente che la scelta delle assunzioni base degli scenari rimane comunque una scelta difficile e che se gli *input* non sono definiti con attenzione anche i flussi futuri che ne deriveranno quali *output* del piano risulteranno di modesta qualità.

L'utilizzo di un approccio multiscenario nella valutazione delle PMI, inoltre, ha il vantaggio di rendere esplicite le alternative possibili di sviluppo della società da stimare, quantomeno nell'alveo di quelle legate all'andamento del suo contesto competitivo.

## 5. Conclusioni.

La valutazione di una PMI priva di un adeguato sistema di programmazione, pianificazione e controllo o comunque di un piano previsionale richiede la costruzione dei flussi attesi con lo svolgimento di attività che consentano di integrare la base informativa prospettica per la stima.

A tale scopo, il valutatore deve condurre l'analisi fondamentale per comprendere la specifica realtà aziendale ed individuare le fonti del suo vantaggio competitivo, attraverso l'esame dell'informazione storica e corrente e mediante colloqui con l'imprenditore, con successiva rielaborazione critica. Nella costruzione dei flussi futuri sarà utile anche quanto appreso sul contesto competitivo di riferimento e sui diretti concorrenti.

L'adozione di un approccio multiscenario potrebbe costituire uno strumento utile per gestire la scelta tra prospettive future alternative, con anche il vantaggio di rendere più evidente ai destinatari della stima — rispetto al ricorso alla maggiorazione del tasso di attualizzazione — l'impatto sul valore dei singoli scenari e del relativo rischio.

Si tratta, naturalmente, di una proposta di carattere generale da contestualizzate nello specifico caso e da considerare già in sede di definizione

dell'incarico, affinché anche il valutatore ottenga un corretto equilibrio tra attività da svolgere, rischio e remunerazione.

### **Bibliografia**

- CORBELLA S., LIBERATORE G., TISCINI R., (2020), *Manuale di valutazione d'azienda*, McGraw-Hill, Milano, p. 70.
- DAMODARAN A., (2017), *Narrative and numbers. The value of stories in business*, Columbia University Press, New York.
- GUATRI L., BINI M., (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, pp. 483-484.
- KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D., (2015), *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley and Sons, Hoboken, p. 141.
- MASSARI M., VILLANI M., ZANETTI L., (2022), *Valutazione*, Egea, Milano, p. 411.
- MASSARI M., GIANFRATE G., ZANETTI L., (2016), *Corporate valuation*, John Wiley and Sons, Hoboken, p. 55.
- ZAPPA G., (1937), *Il reddito di impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, p. 81.



## PROLEGOMENI ALLE PERIZIE DI VALUTAZIONE AZIENDALE

di ALDO BOMPANI (\*)

### 1. Prolegomeni: un sostantivo aulico per una premessa negletta nelle perizie estimative aziendali.

Indubbiamente avrei potuto usare un termine diverso come “preliminari” o “antecedenti”, ma deliberatamente ho inteso sino dall'*incipit* significare con un lemma insolito il lettore per accentuare un momento negletto nelle perizie in argomento.

Anche *I Principi Italiani di Valutazione*, (Milano, OIV. Egea, 2015) emanati con un carattere di ufficialità e di promozione di una uniformità di principi informatori e di linee guida in questo settore, dedicano al tema poche pagine che saranno tuttavia richiamate nel corso di questo scritto.

Il cui intento è quello di esprimere, in esordio delle perizie, le cautele, le prese di distanza, il momento preciso della valutazione, le circostanze e condizioni dettagliate nelle quali questa viene effettuata, le riserve più idonee a prevenire critiche od opinioni difformi. Trattasi, questo ora riferito, di un aspetto anch'esso fondamentale delle perizie che può prevenire contestazioni, ed in casi estremi ove esperibili, impugnative da parte di chi non condivide i risultati raggiunti. Si ribadisce che le considerazioni che seguono non si estendono in alcun modo all'ambito dei metodi, dei criteri, dei modelli e dei processi valutativi.

### 2. La identificazione del soggetto valutatore.

In esordio della perizia dovranno essere precisati gli estremi ricognitivi del soggetto-persona fisica — che la effettua, e cioè il nome, cognome, recapito, codice fiscale ed IVA, e qualifiche professionali che saranno generalmente, per le perizie effettuate in Italia, quelle di dottore (o ragioniere) commercialista e/o revisore legale (qualifica, questa, per lo più richiesta per le valutazioni previste dalle normative tributarie).

Superfluo, e forse controproducente, aggiungere altre qualifiche come

---

(\*) Dedicato a Luigi Guatri.

quella, inconferente, di iscritto all'albo dei gestori della crisi di impresa, o qualifiche accademiche come quelle di dottore di ricerca, o di professore aggregato, associato od ordinario nelle Università. A meno che non sia stata proprio la specifica qualificazione e specializzazione scientifico/didattica a far cadere la scelta da parte della magistratura o della clientela su quel determinato professionista.

Oltre che una persona fisica l'estensore potrà essere altresì una impresa/società, soprattutto in quei casi nei quali la richiesta della perizia non sia imposta da disposizioni normative, ma provenga da soggetti che la richiedano esclusivamente per finalità cognitive.

### **3. L'incarico e il mandato ricevuto.**

Dopo avere enunciato l'entità del soggetto valutatore occorre individuare la natura dell'incarico estimativo ricevuto.

La casistica è numerosa e variata ed in questa sede ci si limiterà ad inventariare, senza peraltro pretesa di completezza, le diverse e multiformi ipotesi.

Cominciamo da quelle previste dalla normativa civilistica menzionando, solo di sfuggita, i casi contemplati nelle problematiche connesse alla successione ereditaria quando nel patrimonio sussistano partecipazioni societarie ed ancor più nelle sistemazioni connesse al passaggio generazionale nelle imprese, situazioni nelle quali assume rilevanza la problematica tributaria.

Passando alle situazioni caratterizzanti le società di capitali rileva il *conferimento* di azienda in società per azioni ed in accomandita per azioni, *ex art. 2343 c.c.*, con nomina di un esperto designato dal Tribunale, mentre in società a responsabilità limitata, a norma dell'*art. 2465 c.c.*, la stima è effettuata da un revisore legale o da società di revisione.

Analogo adempimento deve essere compiuto *ex art. 2343 bis* se l'acquisto dell'azienda o di un suo ramo perviene da promotori, fondatori, soci e amministratori; oppure in occasione di un aumento di capitale, a norma dell'*art. 2440 c.c.*.

Ancora in ipotesi di recesso previsto dall'*art. 2437 c.c.* occorre determinare il valore delle azioni da rimborsare così come prevede l'*art. 2437 ter c.c.* sia che il valore venga inizialmente determinato dagli amministratori con il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale sia, in caso di contestazione, nella relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale.

Ed ancora in ipotesi di un acquisto di azienda che comporti l'iscrizione in bilancio di un avviamento, *ex art. 2426 n. 6 c.c.*, l'effettuazione di un *impairment test* valutativo.

Non cogente, ma consigliabile, la valutazione dell'eventuale sopraprezzo delle azioni *ex art. 2431*, ma nuovamente obbligato l'intervento dei revisori e

norma dell'art. 2441 c.c. quando si effettuassero aumenti di capitale con conferimento di azienda (o di rami di azienda) o nelle ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione. La relazione, in materia, degli amministratori non costringe ad effettuare una perizia che tuttavia si rende opportuna per fornire un supporto tecnico professionale alla operazione di aumento di capitale ed a conforto del parere di congruità che incombe al collegio sindacale. La cui plurima identità e la qualifica di organo di controllo dovrà, in questo caso, figurare in esordio del “parere” confermativo (oppure no) della relazione peritica.

Ancora una relazione di stima occorre produrre, a norma del secondo comma dell'art. 2550 *ter* c.c. nella eventualità della *trasformazione* di una società di persone in una società di capitali, con i vincoli in merito alla designazione dell'esperto e del giuramento connaturali al tipo di società di capitali adottata.

Anche per la  *fusione* tra società l'art. 2501 *sexies* c.c. prevede una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o quote tra società fondende con designazione dell'esperto da parte del Tribunale se sono coinvolte società per azioni o in accomandita per azioni. Lo stesso art.2501 *sexies* è poi richiamato dall'art. 2506 *ter* c.c. per le operazioni di *scissione* delle società.

#### 4. La eventuale adesione ai Principi Italiani di Valutazione.

Come è noto agli addetti ai lavori l'Organismo Italiano di Valutazione ha emanato, nel 2015, dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) in vigore, dal 1 gennaio 2016 con l'intento di fornire dei parametri oggettivi uniformi per la tematica di cui ci occuperemo in queste pagine.

L'adesione ai PIV, che deve essere dichiarata nella relazione di valutazione, non è ovviamente obbligatoria ma è di tutta evidenza come risulti di indubbia utilità nel conferire autorevolezza e obiettività ai giudizi, alle perizie ed alle *fairness opinions* in materia.

L'adesione comporta l'ottemperanza ad altri due adempimenti:

- i) la conformità al *Code of Ethical Principles for Professional Values*
- ii) la dichiarazione in perizia della propria competenza relativamente all'oggetto e allo scopo della valutazione stessa.

Ovviamente i PIV non sono immutabili e sono quindi soggetti a una loro evoluzione e conseguente modifica. Sarà forse utile, tuttavia e senza approfondire l'argomento, rivedere sinteticamente quali essi fossero, nel 2015, e siano tuttora:

##### a) *Criteri patrimoniali*

Secondo i criteri patrimoniali il valore è il risultato di una stima analitica a valore di mercato, in ipotesi di continuità della gestione, di tutte le attività

materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), debitamente diminuite di tutte le passività.

Questi metodi offrono un'indicazione della solidità patrimoniale di un'azienda, ma accolti in modo esclusivo ed univoco, ne trascurano l'aspetto reddituale.

#### *b) Criteri reddituali*

I metodi reddituali ravvisano nella capacità reddituale l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. Tali metodi trovano spesso applicazione qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

#### *c) Criteri che esplicano la creazione di valore*

Con la denominazione di metodi che esplicitano la creazione di valore sono indicati i procedimenti che aggiungono ad una componente di valore di natura patrimoniale uno o più elementi immateriali (avviamento, positivo o negativo, e/o intangibili specifici) espressivi appunto della creazione o della distruzione di valore osservata. Il valore degli elementi immateriali coincide con il valore attuale degli extraredditi generati dall'impresa in eccesso rispetto alla remunerazione normale del patrimonio netto tangibile. Un particolare sottoinsieme di tali metodi è anche conosciuto come metodi misti (patrimoniali-reddituali). (PIV pag. 121).

#### *d) Criteri finanziari*

I metodi finanziari, oggi forse di più frequente adozione nella pratica professionale, si basano sul presupposto che il valore di un'azienda sia rappresentato dalla somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel futuro. Tali metodi trovano spesso applicazione in quei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine esaustive, complete ed affidabili.

#### *e) Criteri comparativi di mercato*

“I metodi comparativi di mercato danno luogo a valutazioni analoghe basate sull'utilizzo di moltiplicatori (“multipli” in gergo) desunti da società quotate confrontabili o da negoziazioni di aziende confrontabili” (PIV, pag. 121).

Quasi sempre si ritiene opportuno, per maggiore sicurezza riguardo alla plausibilità del valore di stima determinato con uno dei criteri che precedono, ricorrere altresì ad una verifica da effettuarsi con un metodo di controllo. Al riguardo si ricorre spesso al metodo dei “multipli di valore” rientranti nella categoria dei *criteri comparativi di mercato* di cui alla soprastante lettera e), ed in particolare al moltiplicatore del cosiddetto EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization).

Di altri due aspetti dei PIV converrà quindi tener conto.

A cominciare dal principio IV.2 concernente *Le valutazioni legali: aspetti generali con le quali si intende “fare riferimento a quelle valutazioni disciplinate dal codice civile, per le quali i valori oggetto di stima sono in certa misura valori convenzionali. Poiché tuttavia in molti casi il legislatore usa il termine “valore” in senso a-tecnico e l’esperto è chiamato ad interpretare il disposto di legge sulla base di principi di razionalità economica, PIV in questo campo hanno come obiettivo primario la riduzione delle diversità interpretative del disposto di legge, richiamando i principi di razionalità economica più coerenti con il disposto stesso e che possono offrire garanzie di correttezza e di equità.”*

In particolare il principio 1.13 si sofferma sul tema della Fiscalità e così commenta.

*La fiscalità rappresenta normalmente un elemento in grado di modificare considerevolmente il risultato di stima. Le scelte relative alla fiscalità nella valutazione sono tuttavia funzione dello scopo della valutazione, della configurazione di valore, della tipologia di attività/passività oggetto di valutazione e più in generale di specifici fatti e circostanze.*

## **5. I presupposti e le condizioni limitatrici della perizia.**

Nel contesto delle cautele riferite nel primo paragrafo sarà opportuno inserire nei preliminari della perizia degli opportuni *distinguo* e delle precisazioni in merito alla portata ed ai connotati della perizia stessa.

Un primo, determinante, problema consiste nella circostanza se la perizia sia o non sia preceduta da una approfondita revisione legale, fiscale e contabile, in altri termini da una o più *due diligence* dalle predette caratteristiche.

Se questo non fosse sarà opportuno inserire nella premessa una dichiarazione del genere:

“La valutazione non presuppone lo svolgimento di alcuna attività di “due diligence” né di revisione contabile sul bilancio della società, né verifiche o accertamenti circa l’eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale.

Nessuna ricognizione, riscontro contabile, controllo di dati, verifica di partite di credito e di debito, nessuna circolarizzazione presso debitori e fornitori sono stati effettuati dal sottoscritto sul presupposto che le voci contabili corrispondano alla realtà e sull’assunto della correttezza, completezza, ragionevolezza e accuratezza dei dati forniti. Parimenti l’analisi svolta non ha riguardato l’individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese).

Non risulta inoltre che negli ultimi anni la società sia stata oggetto a seguito di verifiche di natura tributaria, ad accertamenti ai fini delle imposte dirette o indirette.

La responsabilità della veridicità e/o idoneità dei documenti e delle informazioni utilizzate ricade, quindi, unicamente sul soggetto committente”.

Ancora altre opportune precisazioni riguardano la finalità delle perizie e la situazione di continuità aziendale e, in prospettiva temporalmente ravvicinata, anche di conformità alle prescrizioni di tutela ecologica ed ambientale.

“La presente relazione è stata redatta allo scopo specifico per cui è stata predisposta e non potrà quindi essere utilizzata, anche parzialmente, per finalità diverse di determinazione di valore o di prezzo. In particolare non potrà essere utilizzata, neppure a fini latamente orientativi, al fine di una quotazione delle azioni su mercati regolamentati né su internalizzatori sistematici a motivo principale, ma non esclusivo, del diverso apprezzamento espresso dai mercati. Parimenti non potrà essere assunta come base per eventuali operazioni di fusione, scissione, trasformazione, cessione conferimento (mergers & acquisitions).

La società è stata considerata in ipotesi di continuità aziendale senza sostanziali mutamenti nella sua attitudine a produrre reddito nel futuro. La valutazione è stata effettuata sulla base dell'attuale configurazione e delle sue prospettive future.

Sono stati organizzati incontri di lavoro e riunioni telefoniche e via internet con il personale dell'area amministrativa e contabile. Nel corso di tali riunioni sono stati approfonditi gli aspetti peculiari della società e sono state messe a punto le richieste documentali e le metodologie di analisi”.

Inoltre, per quanto detto al paragrafo 4 sub *i* e *ii*, il perito sarà opportuno che aggiunga. “Lo scrivente è in possesso delle qualifiche e delle competenze necessarie per la valutazione e, per quanto non diversamente precisato nella presente narrativa, il sottoscritto si uniforma alle istruzioni contenute nei Principi Italiani di Valutazione - Milano OIV, Egea, 2015”.

## **6. La data (o le date) di riferimento della perizia.**

Un aspetto fondamentale della perizia verte sulla sua data di riferimento.

Talvolta la data è strettamente connaturata alla natura della perizia, come accade quasi sempre per quelle di natura tributaria le quali richiedono che si rilevi un valore o un prezzo ad una determinata data, come avviene per quelle menzionate al precedente paragrafo 3.

Ma il più delle volte si è in presenza di una committenza che, nel richiedere la prestazione, fa riferimento al momento attuale in cui conferisce l'incarico e tuttoalpiù richiede che l'incarico venga adempiuto in un tempo stabilito e non si protragga oltre una determinata scadenza.

Accade tuttavia che la data sia imposta dalle stesse circostanze di fatto, ed abbia rilievo sotto un duplice aspetto.

Un primo profilo concerne le fonti documentali cui attingere per la

perizia, mentre un secondo aspetto riguarda la situazione politica, economica, sociale del momento in cui opera lo stimatore.

Il primo profilo è quindi legato indissolubilmente alla impresa da valutare ed alle fonti contabili che risultano disponibili, e cioè il bilancio annuale o la relazione semestrale ed i loro antecedenti temporali; documenti che debbono fornire la base indispensabile per la valutazione.

Il secondo aspetto fa invece necessitato riferimento ad un dato esteriore che, come detto, riguarda il contesto esterno, proiettato nel futuro, nel quale opera l'impresa; contesto che è preso a base da tutti i criteri estimativi menzionati al precedente paragrafo 4 e che, anche quando non assicurano proiezioni reddituali o di generazione di liquidità verificabili negli anni o decenni a venire e si attengono a consistenze valoriali attuali (come è proprio dei criteri patrimoniali e comparativi), presuppongono tuttavia una persistenza immutata di situazioni politiche, economiche e sociali nel futuro.

Veniamo, quindi, al punto della data o delle date di riferimento.

In perizia verrà precisato che le determinazioni fanno riferimento alla situazione aziendale del 31 dicembre (oppure del 30 giugno) dell'anno in corso.

Si dovrà poi statuire, in ragione della data successiva alle precedenti e che verrà apposta prima della firma conclusiva della perizia, che “il giudizio espresso sottintende le condizioni di mercato e quindi politiche, sociali finanziarie ed economiche in essere alla data della presente attestazione. Esclude quindi l'eventualità e i conseguenti effetti di ulteriori, macroscopici, eventi finanziari, valutari, economici, sociali, sanitari e bellici a livello globale o carattere locale, così come l'evenienza dell'acuirsi di situazioni di crisi, di qualsiasi genere generalizzate nello spazio e protratte nel tempo. I dati di dettaglio riportati nella relazione sono fondati sulle premesse fin qui svolte e sono validi in quanto finalizzati ed interpretati in ragione dell'obiettivo enunciato”.

Altre cautele possono essere circostanziate in funzione della attuale presenza e permanenza in azienda di soggetti portatori di una particolare esperienza, competenza e capacità ai quali si è in grado di attribuire il successo economico dell'impresa. È questa, ora accennata, una eventualità ricorrente in aziende operati in ambito, creditizio, assicurativo e finanziario in genere con riferimento a ruoli di CEO (consiglieri delegati) o, nel settore della moda e del *fashion* in generale, a personaggi “creativi” e *designers*.

## **7. La eventualità di una valutazione ante datata.**

Si può presentare l'eventualità di redigere una valutazione aziendale non legata alla attualità, bensì antedatata.

Tra i casi più ricorrenti si possono menzionare le ipotesi di recesso societario, a distanza di tempo dell'evento originante questo diritto, sistema-

zioni familiari a seguito di successioni ereditarie antecedenti, la liquidazione agli eredi di una quota sociale di un socio preesistente ed altre ancora.

Ovviamente in questi casi il riferimento dovrà essere fatto alla situazione aziendale pregressa, talvolta di qualche anno, e quindi ai dati storici relativi.

Ovviamente non potranno essere considerate le vicende, esterne alla azienda, intervenute nel frattempo e verranno anche meno le cautele e le riserve cui si accennava nel precedente paragrafo.

Come asseriscono opportunamente i citati Principi Italiani di Valutazioni (pag. 40) “*la valutazione retrospettiva non deve far uso della conoscenza degli eventi successivi*”.

## **8. L'aggiornamento della valutazione. *Earnout* e *claw back*.**

Al valutatore può essere richiesto, a distanza di tempo da un suo iniziale intervento, un aggiornamento della primigenia perizia.

Il motivo può essere fornito dal semplice decorso del tempo, che con riguardo alla situazione aziendale ha visto trascorrere una o più esercizi annuali (o un periodo semestrale aggiuntivo) e quindi rendere necessaria la considerazione di uno o più bilanci successivi, con eventuali aggiornamenti altresì delle *due diligence* contabili, legali, fiscali. Rilevante, a tal fine, anche l'uscita dalla compagine aziendale di un esponente dal ruolo strategico.

Oppure la novità, a situazione aziendale immutata, può riguardare un evento esterno che incida significativamente sulle prospettive aziendali future. O ancora la novità può riguardare contemporaneamente sia le vicende aziendali che quelle esterne all'impresa.

Due circostanze particolari, antecedentemente previste negli accordi o nelle operazioni che hanno reso necessaria la valutazione, sono costituite dalla presenza di clausole di *earn out* e/o di *claw back*.

Come è noto con la pattuizione di *earn out* si riconosce alla parte cedente l'azienda un compenso aggiuntivo al momento in cui si verifichi un evento futuro favorevole, in precedenza non tenuto in considerazione nella stima, o che si adempia in senso positivo ad una condizione sospensiva.

Al contrario, invece, con la clausola di *claw back* al verificarsi di un evento negativo che incida sulla consistenza patrimoniale attuale o prospettica dell'impresa (generalmente, ma non sempre, riconducibile a negative sopravvenienze di natura tributaria o ad esiti giudiziari pendenti e non definitivi al momento della transazione) si prevede una restituzione parziale o un ridimensionamento della contropartita inizialmente prevista e concordata.

## **9. La valutazione con un intervallo di valori o a valori plurimi.**

Un caso particolare, ma ugualmente plausibile, è quello per il quale,

anziché ad un valore definito, la stima pervenga ad individuare un “intervallo di valori”, vale a dire sia un valore massimo che un valore minimo, ovviamente non con una differenza esorbitante tra loro.

L'evento può verificarsi quando il mandato sia conferito congiuntamente tra le parti contraenti che ancora non abbiano trovato un accordo tra loro e che comunque desiderino avere una idea di massima del valore dell'azienda o del ramo di azienda di che trattasi.

Altre volte è lo stesso unico committente che desidera avere una panoramica estesa sulla entità della contropartita che è possibile ottenere dal proprio antagonista.

In via ordinaria, infatti, il valutatore deve attenersi a determinare il valore “oggettivo” (ammesso che questa espressione abbia un senso nella problematica sotto esame) e non deve quindi proporsi di inserire nelle proprie determinazioni la quantificazione del vantaggio che potrebbe derivarne ad uno specifico, sia pur potenziale, acquirente.

Esemplificando, normalmente non potrebbe entrare nel computo il vantaggio ritraibile da un possibile, ma individuato, concorrente nell'eliminare, una volta superate le forche caudine dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, una impresa operante nello stesso settore.

Ed ancora non risulterebbe pertinente, anche ammesso di poter acquisire i necessari elementi informativi, stabilire i vantaggi economico-patrimoniali di una eventuale controparte in conseguenza delle sinergie conseguibili dalla acquisizione e successiva aggregazione alla propria azienda con una integrazione di tipo orizzontale o verticale (in argomento si vedano, diffusamente, *I principi italiani di valutazione pagine 300-303*).

Forse possibile, anche in via ordinaria, la valutazione del marchio, delle aziende sotto scrutinio.

Le considerazioni sopra svolte suggeriscono che, di solito, una estensione della valutazione ai vantaggi ritraibili da un potenziale, individuato, richiedente, non si renda possibile.

Tuttavia una volta che questa sia la richiesta specifica del committente e che quest'ultimo fornisca i necessari elementi conoscitivi al valutatore, niente esclude che, accanto alla individuazione di un valore normale, si provveda altresì ad una ulteriore determinazione siffatta.

In conclusione l'espressione di valori plurimi, o di un intervallo di valori, quando esplicitamente autorizzata e richiesta dai committenti (unica controparte, più eredi, più soci in procinto di separarsi) può trovare una sua ragion d'essere e una conseguente legittimazione.

## **10. La valutazione delle imprese in perdita.**

Ovviamente si rende possibile anche la valutazione di imprese in perdita, per le quali viene meno la componente reddituale e/o generatrice di cassa ma

per le quali continua a sussistere la entità di natura patrimoniale che si sostanzia sovente di elementi immateriali (brevetti, *know how*, marchi, diritti di privativa e quant'altro). Talvolta uno di questi elementi è costituito dalle perdite di natura fiscale, anche se oramai da svariati decenni sono intervenuti condizionamenti e restrizioni che rendono estremamente difficile la fruizione di questo beneficio che aveva dato luogo a considerevoli abusi (il cosiddetto fenomeno, dal richiamo luttuoso, delle "bare fiscali").

L'ottica del valutatore per le imprese in perdita è indubbiamente quella della liquidazione dei beni e del loro valore di realizzo.

Ovviamente si deve accertare che il flusso di perdite venga a cessare e che la liquidazione stessa non comporti oneri aggiuntivi emergenti, ad esempio, dalla cessazione dei rapporti di lavoro. Un ulteriore onere che non viene ad estinguersi, per lo meno per il tempo in cui dura la liquidazione, è sovente quello di natura fiscale.

Considerazioni, solo in parte analoghe e sulle quali pertanto non merita indugiare, concernono le imprese statiche ed inattive.

## **11. Eventuali cespiti da escludere dalla valutazione.**

Nel mandato conferito al valutatore è possibile che si richieda che determinati cespiti vengano espunti dalla valutazione in quanto gli accordi tra le parti escludono che questi beni siano trasferiti.

Le ipotesi al riguardo sono molteplici, ma i casi più frequenti riguardano gli immobili e le partecipazioni.

Con riguardo agli immobili la esclusione concerne sovente lo stabilimento, la fabbrica, l'edificio produttivo in cui si svolge l'attività manifatturiera o il centro commerciale dedito alla grande distribuzione organizzata.

È noto come alla base di questa decisione sia l'obiettivo di ridurre l'impegno finanziario del compratore dell'azienda, interessato ad acquisire quest'ultima ma non altrettanto agli immobili per la fruizione dei quali viene stipulato un collaterale contratto di locazione di protratta durata.

Analoghe considerazioni si svolgono sovente per eventuali partecipazioni societarie non strettamente correlate alla attività principale di impresa.

## **12. Le fonti documentali. Lettere di conforto e carte di lavoro.**

In via normale la principale fonte documentale alla quale fare riferimento è costituita dai bilanci civilistici consolidati, e delle relazioni semestrali della impresa, presumibilmente una società, nonché i libri verbali delle assemblee, delle riunioni del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale. Copia della documentazione predetta si attesta generalmente che viene conservata presso lo studio del valutatore.

Su temi specifici controversi e rilevanti, ove non sia sufficiente la documentazione esistente presso l'impresa, possono essere richieste esplicite lettere di conferma ai rappresentanti legali della società, (presidente e consigliere delegato) e, dove esistente, al dirigente responsabile della contabilità (CFO).

Una ulteriore fonte informativa sull'andamento generale economico, sulle prospettive politiche, sociali ed economiche del mercato e sulle vicende internazionali, per l'accesso a fonti statistiche ed a studi settoriali di diversa origine e provenienza, si farà ricorso ad associazioni di categoria, ad analisi svolte da banche e organismi finanziari, a pubblicazioni periodiche ed a quotidiani, ad enti di ricerca. Tutte fonti che dovranno essere citate in perizia.

Dei documenti predetti si dovrà conservare copia da parte del valutatore e si dovrà attestare in perizia della loro conservazione insieme alle altre carte di lavoro, riflettenti computi, indagini, copia di documenti contabili collaterali a quelli in precedenza menzionati.

### **13. La valutazione della società di puro godimento, alberghiero e termali e di impianti tecnologici evoluti.**

Merita soffermarsi a spendere qualche parola sui connotati della valutazione delle società di puro godimento, per il solito detentrici di compendi immobiliari ed i cui proventi, quando sussistenti, sono prevalentemente costituiti da canoni di locazione. Un caso particolare è costituito da società proprietarie di complessi alberghieri, termali o agriturismi con attività gestionale congiunta o affidate ad una impresa /società collaterale.

Si pone in questi casi un problema di competenze nella valutazione, che per i cespiti immobiliari viene di solito affidata a professionisti competenti nelle problematiche edilizie (ingegneri, architetti, geometri, periti edili) e non ai soggetti versati in ambiti aziendali.

La preclusione di questi ultimi è assolutamente priva di fondamento quando i beni di che trattasi sono inseriti in una compagine societaria, che veda ricompresa nel proprio patrimonio anche voci di natura squisitamente aziendale.

Ma sussiste altresì una altrettanto valida argomentazione a supporto della competenza in materia degli aziendalisti, che consiste nell'odierno prevalente criterio estimativo costituito dall'aspetto reddituale degli immobili, il quale fa aggio e risulta oggi dominante sui tradizionali procedimenti estimativi del valore di mercato, del valore di costo, del valore complementare, del valore di trasformazione, del valore di surrogazione.

Per non dire che, anche in merito al valore di costo ed al valore di mercato, la competenza attiene anche agli aziendalisti.

Non è poi da escludersi che, con riguardo a determinati cespiti come

impianti, macchinari e strumentazione particolare, il valutatore debba ricorrere al rapporto di un tecnico specializzato per una specifica valutazione.

#### 14. **La due diligence legale.**

È stato precisato al precedente paragrafo 5 che la valutazione può prescindere, dichiarandolo, da una antecedente *due diligence* contabile, fiscale, legale.

Non è il caso di indugiare a sottolineare l'importanza delle predette analisi contabili e fiscali, che sono tematiche ben note agli aziendalisti.

È invece opportuno soffermarsi sulla rilevanza delle preliminari indagini di natura legale, ricorrendo al supporto dei Principi Italiani di Valutazione 2015 (pag 172-3).

L'esame in discorso è consigliabile che riguardi almeno:

a) le clausole statutarie, con particolare riguardo alle maggioranze assembleari, alle prelazioni da darsi agli altri soci in ipotesi di vendita, alle clausole di gradimento;

b) ai patti di sindacato, alla sussistenza di azioni a voto plurimo, agli accordi di covendita e di *buy and sell*;

c) ai vincoli sussistenti sui finanziamenti dei soci e sui finanziamenti di terzi soggetti con la presenza di eventuali *covenants*;

d) alla esistenza di obbligazioni convertibili ed alle relative condizioni di conversione in azioni.

#### 15. **Rassegna dei principali fattori di rischio.**

È forse opportuna anche una elencazione dei principali fattori di rischio cui va soggetta l'impresa in valutazione. Al riguardo si ricordano alcuni, se non tutti, i principali fattori di rischio di una impresa manifatturiera.

a) *Rischio di credito*: deriva dalla cessione di beni o servizi a fronte di un pagamento differito;

b) *Rischio di garanzia e prodotto*: il rischio di garanzia si riferisce al rischio cui l'impresa è esposta quando i clienti avanzano reclami e rivendicazioni in presenza di prodotti e/o servizi offerti a condizioni e con termini diversi da quanto convenuto.

Il rischio legato alla qualità del prodotto si riferisce al rischio di potenziale perdita d'immagine che conseguentemente potrebbe tradursi in una perdita economica;

c) *Rischio di magazzino*: il rischio di magazzino è legato alla giacenza di materie prime, smilavorati e prodotti finiti in attesa di essere utilizzati nel processo produttivo o destinati alla vendita: Tali beni possono, infatti, essere soggetti ad obsolescenza.

Poiché la giacenza in magazzino comporta dei costi di gestione delle scorte, obiettivo principale nella gestione del magazzino è, spesso, quello di ridurre la quantità per aumentare la redditività dell'impresa.

d) *Rischio di ricerca e sviluppo*: si manifesta quando la inerente attività non si concretizzi nel miglioramento dei prodotti esistenti, nella creazione di nuovi prodotti e/o nell'ottimizzazione dei processi di produzione;

e) *Rischio di liquidità*: occorre verificare se l'impresa disponga di attività finanziarie per le quali esista un mercato liquido e che siano prontamente vendibili per soddisfare le necessità di liquidità: Se disponga inoltre di depositi presso istituti di credito ed abbia facile accesso al credito bancario;

f) *Rischio di mercato*: accertare se l'impresa vada soggetta a crisi generalizzate nazionali o internazionali che incidano sui consumi dei suoi prodotti;

g) *Rischio di cambio*: appurare se sussista un rischio valutario perché le vendite sono effettuate in divise diverse dall'euro.

## 16. Il vissuto storico ed i connotati essenziali della impresa oggetto di valutazione.

Non è indispensabile, ma in fase conclusiva di una preliminare rassegna quale la presente, può risultare opportuna una estrema sintesi della vicenda storica dell'impresa, del mercato in cui opera, dei suoi assetti produttivi e distributivi, della sua *governance* e dell'avvicinarsi del controllo (in senso di dominio) della maggioranza assembleare della impresa sociale, delle sue ricadute ecologiche ed ambientali.

## 17. Conclusioni.

Giunti a conclusione di questo lungo preambolo alla fase estimativa dell'impresa giova ricordare come la maggior garanzia del buon esito di una valutazione aziendale sia costituito da un principio di correttezza di comportamenti di chi gestisce l'azienda. Ricordando, al riguardo, il monito che formulava circa un secolo fa Gino Zappa il quale, in tema di valutazione dell'avviamento, ammoniva che, tra i suoi principali fattori “può addirittura ricordarsi il credito, ossia la reputazione e la fiducia di cui l'azienda gode sul mercato, sia per cause soggettive — intelligenza, sagacia, onesta — inerenti agli amministratori suoi, come per cause oggettive quali la qualità o la specialità dei prodotti” (Gino ZAPPA, *Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni*, Milano, Soc. An. Istituto Editoriale Scientifico, 1927, pag. 167).

## ATTUALITÀ (\*)

*IVSC Perspectives Paper: Survey - Unlocking the Potential of ESG*

In seguito alla conclusione della *survey* sui fattori ESG, IVSC pubblica un *Perspectives Paper* rendendo noti i risultati raccolti da tale indagine al fine di investigare il livello di conoscenza e di rilevanza degli ESG nei confronti dei vari stakeholders nel processo valutativo. La *survey* è stata rivolta a differenti soggetti: investitori, imprese e valutatori per comprendere lo stato di evoluzione dei vari metodi valutativi in riferimento ai fattori ESG. Il documento è scaricabile dal sito di IVSC ed è strutturato nel seguente modo: una breve introduzione in merito alla rilevanza crescente dei fattori ESG per tutti i soggetti che operano nei mercati finanziari e poi i commenti alle risposte raccolte attraverso i questionari inviati.

Appare indubbio che la sostenibilità sia ormai diventata cruciale per ogni tipo di valutazione aziendale, degli strumenti finanziari e degli *asset* specifici. Non esistono però standard di valutazione *ad hoc* per gli ESG e al tempo stesso l'attenzione da parte dei mercati finanziari sta crescendo notevolmente. Ciò è dovuto in parte a un rinnovato impegno globale per la sostenibilità ambientale, alla crescente influenza degli intangibili, ad una crescente attenzione degli investitori e dei *regulators* verso le componenti ESG. Di conseguenza, la considerazione esplicita dei fattori ESG all'interno del processo di valutazione è diventato un argomento cruciale per l'IVSC dal momento che non è rilevante solo nell'interesse pubblico globale, ma soddisfa anche un'esigenza di mercato, in particolare dal momento che sempre più norme e regolamenti stanno incorporando specifici requisiti di reporting in ambito ESG. IVSC ha pubblicato sul tema tre *Perspectives Paper* e ha costituito un gruppo di lavoro che include rappresentanti dell'*IVSC Standards Review Board*, stakeholders e specialisti esterni per discutere in merito alle esigenze dei mercati.

La *survey* è stata chiusa il 30 aprile del 2022. Il questionario ha previsto 17 domande e i risultati hanno messo in evidenza 24 tipologie di risposte provenienti da un mix di piccole aziende locali, di medie dimensioni e di società multinazionali. In merito al contesto geografico la maggior parte dei rispondenti proviene dall'Europa (67%) mentre diverse risposte sono pervenute da parte di aziende situate in Asia (17%), Nord America (11%) e Africa (6%). Il gruppo di lavoro ha notato che non sono pervenute risposte dal Sud America o Australia/Oceania: per il Sud America la motivazione può essere relativa al fatto che il paese è ancora all'inizio del percorso verso i fattori ESG, mentre questa non può essere la motivazione per Australia/Oceania, dove i

---

(\*) A cura di Federica Doni.

leader dei vari settori economici stanno rendicontando in merito ai fattori ESG.

In merito alla prima sezione relativa a “ESG identification” le risposte hanno evidenziato che le aziende attualmente si trovano in uno stadio iniziale in merito all’utilizzo degli ESG che avviene prevalentemente per finalità interne (38%) e che soltanto parzialmente tali fattori vengono inseriti nel report di sostenibilità. Una, sia pur esigua, percentuale (3%) afferma di non identificare i fattori ESG. Il processo mediante il quale le aziende considerano e poi implementano i fattori ESG avviene internamente (80%) e soltanto per il 15% delle aziende rispondenti viene utilizzata congiuntamente una consulenza specializzata esterna, mentre il 5% si serve soltanto di un consulente esterno.

L’approfondimento svolto in merito agli ESG per la maggior parte delle aziende si è ampiamente basato sui fattori ambientali, principalmente perché i fattori ambientali *a*) sono stati ampiamente adottati dai media e considerati la dimensione principale nell’acronimo ESG; *b*) sono caratterizzati da definizioni più ampiamente accettate e hanno una solida base qualitativa, e *c*) hanno un certo numero di regolamenti esistenti.

Tuttavia, molte aziende hanno preso in considerazione i fattori ESG senza dividere E, S e G in singole componenti e questo aspetto potrebbe indicare che attualmente ci sono dati insufficienti per apprezzare le componenti in via autonoma. Si rileva inoltre una vasta gamma di standard e framework utilizzati per prendere in considerazione gli ESG nell’ambito di diverse aziende: questo potrebbe creare incoerenza e sottolinea la necessità di un framework e di standard internazionali. In merito ai risultati sui framework si evidenzia che il 20% delle aziende indica di seguire gli UN SDGs mentre sempre il 20% afferma che non sta seguendo nessun framework. Altri indicano l’adozione del Global Real Estate Sustainability Benchmark (17%), degli United Nations Principles for Responsible Investment (13%) e del Global Reporting Initiative (10%).

La maggioranza delle imprese (65%) non monitora o riferisce internamente la gestione di indicatori chiave di performance ESG: l’IVSC SRB è rimasto piuttosto sorpreso da questo minimo livello ma prevede la comparsa di KPI critici e coerenti oltre che un aumento significativo del loro tracciamento nel corso dei prossimi anni. Inoltre, per la maggior parte delle aziende non è possibile stimare gli impatti finanziari di qualsiasi fattore ESG come parte del loro budget/previsioni aziendali o può stimare solo parzialmente l’impatto finanziario di eventuali fattori ESG.

Quando vengono considerate le componenti ESG separatamente la maggior parte delle aziende ha ritenuto che i fattori ambientali presentino un effetto a lungo termine (più di 36 mesi) sull’importo, la tempistica o il rischio dei loro flussi di cassa futuri. Questo è ulteriormente confermato dal fatto che le imprese ritengono i fattori ambientali non materiali per la valutazione del loro business. Al contrario, la maggior parte delle imprese (42%) crede che i

fattori sociali abbiano un effetto di medio termine (da 12 a 36 mesi) sull'importo, la tempistica o il rischio dei flussi di cassa futuri dell'azienda. Questo suggerisce che in generale, mentre le imprese possono riconoscere un impatto di valutazione di fattori sociali sulle loro attività, c'è ancora o una incapacità generale di misurare e valutare l'impatto, o una incertezza nel valutare se l'entità di tale impatto è materiale, o entrambi gli aspetti. Ciò è stato ulteriormente confermato dal fatto che la maggior parte delle aziende ritiene i fattori sociali abbastanza materiali per la loro attività.

Infine in relazione alla governance la maggior parte delle imprese ritiene che i fattori di governance abbiano un effetto a lungo termine (più di 36 mesi) sull'importo, la tempistica o il rischio di flussi di cassa futuri della loro attività, ma in contrasto con i fattori ambientali le imprese ritenevano che i fattori di governance fossero abbastanza materiali per la loro valutazione del business. In merito agli investitori l'SRB, i comitati tecnici e i gruppi di lavoro hanno osservato che la dimensione del campione delle risposte per gli investitori era insufficiente per poter elaborare qualsiasi risultato in relazione alle risposte ricevute. Nelle indagini future l'IVSC cercherà di garantire una migliore tasso di risposta degli investitori per le future iterazioni del sondaggio ESG. Le risposte da parte di coloro che forniscono valutazioni sono arrivate da un mix di singoli valutatori, piccole e medie imprese, organizzazioni multinazionali, consulenti professionali e università. La risposta prevalente indica la necessità di considerare i fattori ESG nella valutazione. Rispetto ai fattori ESG è stato osservato che in un certo numero di mercati il cambiamento climatico è considerato separatamente dalla lettera *E* in ESG all'interno del processo di valutazione e può utilizzare una diversa struttura di segnalazione. In merito ai cambiamenti climatici la disclosure segue l'utilizzo del framework TCFD e del GRESB. I valutatori inoltre non segnalano una pressante esigenza di utilizzare framework e si avverte che una maggiore enfasi sui fattori ESG in materia di valutazione sta arrivando con l'introduzione della regolamentazione UE nei mercati finanziari e con l'attività svolta dallo ISSB. Da alcuni viene segnalata l'esigenza che IVSC elabori degli standard per assicurare un processo trasparente per l'implementazione degli ESG nel processo valutativo. Il primo problema segnalato è la creazione di un rating ESG globale: sia pur importante sembra difficile dal momento che ciascun paese può avere le proprie priorità in relazione alle componenti ESG. Infine, la maggior parte dei fornitori di valutazioni ha ritenuto che IVSC debba includere standard *ad hoc* relativi a considerazioni ESG, in linea con la visione dell'IVSC Standards Review Board e dei suoi Consigli Tecnici, i quali stanno prendendo in considerazione gli ESG all'interno della valutazione. Sia l'IVSC Business valuation Board che il Tangible Assets Board hanno pubblicato Perspectives Paper su questo argomento durante il 2021. Anche lo SRB ha due gruppi di lavoro, che includono specialisti esterni, dedicati alla considerazione dei fattori ESG nelle valutazioni e la prossima edizione di IVS,

prevista nel 2024, includerà un commento aggiuntivo, più esplicito sull'implementazione dei fattori ESG.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/pdfviewer/esg-survey/>*

\* \* \*

### *IVS in agenda alla UN Latin America and the Caribbean Climate Week 2022*

Più di 3.000 persone hanno partecipato a panel, dibattiti e mostre durante il Summit internazionale sull'habitat dell'America Latina e dei Caraibi (CIHALC) 2022 presso l'Università di Guadalajara, in Messico. Il governo, il mondo accademico, la società civile e il settore privato hanno partecipato al vertice di tre giorni sullo sviluppo urbano sostenibile. L'evento è stato organizzato dal Ministero degli Esteri, dall'Università di Guadalajara (UdeG) e dal programma delle Nazioni Unite per gli Insediamenti Umani (UN-Habitat). Il vertice promuove forum per il dialogo, la collaborazione e l'apprendimento tra tutti gli attori della società per aiutare a sviluppare strumenti, metodologie, politiche pubbliche e soluzioni per l'attuazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) del 2030 e della nuova agenda urbana nella regione con la leadership del Messico. L'amministratore delegato di IVSC, Nick Talbot, ha moderato un panel che ha coinvolto Alex Aronsohn e Rodrigo Pena Porchas, incentrato su come gli standard internazionali di valutazione e la professionalità di qualità in ciascun paese possono supportare la stragrande maggioranza dei 17 obiettivi dell'habitat delle Nazioni Unite, sia in particolare su argomenti come la valutazione e l'approccio a terreni non registrati, e più in generale in termini di sviluppo sostenibile, con la valutazione come parte integrante del sistema finanziario di qualsiasi paese, dando fiducia agli investitori locali e internazionali e contribuendo a facilitare il finanziamento.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://unfccc.int/climate-action/regional-climate-weeks/latin-america-and-the-caribbean-climate-week-2022>*

\* \* \*

### *IVAS-IVSC Business Valuation Conference 2022*

Mentre il mondo emerge dalla pandemia, le economie stanno adottando nuove strategie per salvaguardare la sostenibilità. I governi stanno implementando le politiche ESG e le aziende stanno cambiando i loro modelli di

business per creare valore sostenibile. Man mano che il contesto aziendale attuale evolve e cambia, i professionisti della valutazione aziendale devono determinare in che modo i fattori ESG possono essere misurati come beni immateriali e come creare altre forme di beni immateriali per incidere sul valore aziendale. La principale conferenza sulla valutazione aziendale dell'Asia Pacifico, l'IVAS-IVSC Business Valuation Conference 2022, è incentrata sul tema "Navigare nuove frontiere per creare valore sostenibile". IVSC richiama l'attenzione su forme di collaborazione con leader di pensiero, responsabili politici, leader aziendali, professionisti legali e professionisti della valutazione aziendale su questa piattaforma regionale per approfondimenti sulla creazione di valore sullo sfondo della pandemia e dei recenti sviluppi geopolitici. La conferenza è organizzata dall'Institute of Valuers and Appraisers, Singapore (IVAS) in collaborazione con IVSC, ed è alla sua sesta edizione quest'anno.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivasconference.com/>*

\* \* \*

### *Les Normes Internationales d'Évaluation - latest IVS translated into French*

L'ultima versione di IVS (in vigore da gennaio 2022) è ora disponibile per il download in francese dal portale dei membri sul sito web IVSC o tramite IVS Online. La traduzione è stata curata dall'organizzazione *Federation Francaise des Experts en Evaluation*, quale membro di IVSC.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://ivsonline.ivsc.org/>*

\* \* \*

### *Perspectives Paper: Rethinking Brand Value*

Il paper, scritto da Kevin Prall e i membri dell'IVSC *Valuation Board*, rappresenta la terza parte della serie di *Perspectives Paper* sui beni immateriali. Il tema affrontato è il valore del marchio. La limitazione degli attuali framework normativi al fine di trasmettere le attività di creazione e conservazione del valore è in gran parte dovuta al fatto che le strategie di creazione del valore prevalentemente ed esistenti quando gli standard sono stati emanati decenni fa, si sono evolute. Dal momento che molti modelli di business attuali si sono evoluti nel corso degli ultimi decenni, in particolare essendo maggiormente incentrati sui beni intangibili a scapito di quelli tangibili, gli standard

e l'economia sono diventati disallineati. La serie di paper sugli intangibili contribuisce al riallineamento degli standard contabili e di rendicontazione con le strategie di creazione e conservazione del valore utilizzate nei moderni modelli di business. Nelle parti 1 e 2 della serie, è stata approfondita la creazione e la misurazione del valore del capitale umano. Nella parte 3 della serie viene approfondita la creazione di valore relativa ai marchi e alla reputazione aziendale. In sintesi gli argomenti trattati riguardano i seguenti aspetti: 1) le modalità di generazione del valore per le organizzazioni e gli attributi di tale creazione di valore attribuibile ai marchi, 2) analisi delle modalità con cui gli investitori valutano la creazione di valore aziendale attribuibile ai marchi; 3) la misurazione del valore e le relative tecniche e ipotesi utilizzate per stimare il valore dei marchi.

Rispetto alle altre categorie di attività immateriali, i marchi probabilmente hanno differenti tipologie di impatto sulla creazione di valore aziendale. I marchi infatti sono contemporaneamente capaci di aumentare i ricavi, in grado di ridurre i costi, e al tempo stesso contribuiscono alla riduzione del rischio. In merito alla definizione, così come per altri intangibili, è necessario chiarire alcuni aspetti. I marchi possono essere definiti in modo restrittivo, come ad esempio i marchi e nomi commerciali. Gli investitori tendono a preferire una visione che comprende considerazioni più ampie del termine marchio. Nonostante tali considerazioni generali potrebbero non soddisfare la definizione di marchio per il riconoscimento come asset per fini contabili, l'informativa come parte della finanza e della sostenibilità è un obiettivo raggiungibile anche direttamente rispondente al feedback dell'investitore. Nel paper il riferimento è ad una più ampia definizione comprensiva di marchio. Fondamentale per la creazione del valore del marchio è la sua capacità duratura di generare entrate incrementalmente rispetto a prodotti senza marchio e sostitutivi di marca inferiore tramite il maggiore risalto, l'aspettativa di prestazioni superiori e fiducia come percepito dagli stakeholder. Perciò, le entrate incrementalmente da un forte marchio possono essere generate in due modi. Il più tipico è attraverso la capacità di addebitare un prezzo più elevato o ottenere la preferenza del consumatore rispetto ad un prodotto simile senza marchio o con marchio inferiore (vale a dire, premio di prezzo o di quota di mercato). Inoltre, anche i marchi forti possono essere sfruttati per consentire l'ingresso nei nuovi settori, mercati e aree geografiche (ad esempio, la scalabilità del marchio). La scalabilità può assumere la forma di ingresso diretto in nuovi mercati da parte dell'impresa, o attraverso una delle numerose forme di licenza. La scalabilità di un marchio, e quindi il suo potenziale per creare valore è diverso da qualsiasi altro bene immateriale. Il marchio può anche creare valore attraverso la riduzione dei costi. La forma più diretta di riduzione dei costi è la capacità di un marchio forte di ridurre le spese di marketing necessarie per generare un certo ricavo. Tuttavia, l'impatto di un marchio sulla riduzione dei costi può andare molto oltre. Ad esempio un marchio forte probabilmente attrae la forza lavoro all'impresa e riduce i costi

di assunzione. Anche un marchio forte può consentire all'impresa di ottenere condizioni più favorevoli con i fornitori, soprattutto per quanto riguarda i fornitori di capitale (ad esempio, migliore accesso al capitale, condizioni migliori e minor costo del capitale).

Infine, un marchio forte può ridurre il rischio di ottenere flussi di cassa futuri rispetto a imprese e prodotti di marca inferiore. Un marchio forte raggiunge il minor rischio di consentire a un'impresa di creare e mantenere un'efficace barriera da concorrenza (vale a dire, un "fossato" economico), difficile da duplicare.

Nonostante questi vantaggi, ci sono dei rischi unici per i marchi, poiché i marchi mostrano un rischio di ribasso non lineare. Il valore di un marchio può essere rapidamente e in modo permanente compromesso nonostante ci sia voluto molto tempo per costruirlo. In questo contesto, esiste una forte connessione tra la relativa importanza del marchio e la creazione di valore reputazionale, con la rilevanza dei criteri ESG che tentano di valutare il rischio di evento negativo per una marca d'impresa. Mentre l'attuale regime di rendicontazione finanziaria ha una visione ristretta del riconoscimento e disclosure per i marchi, gli investitori desiderano chiaramente maggiori informazioni sulla più ampia creazione di valore e considerazioni di rischio. Per colmare questa lacuna tra le informazioni riportate e le informazioni desiderate dagli investitori, i report ESG hanno iniziato a raccogliere e sintetizzare questi input. Tuttavia, come notato in precedenza, gli ESG allo stato attuale manca di standardizzazione, attestazione e armonizzazione.

In maniera simile al capitale umano, la mancanza di informazioni rilevanti ha portato gli investitori a cercare soluzioni creative per ottenere rilevanti informazioni sulla creazione di valore del marchio e i relativi rischi. Ad esempio, gli analisti finanziari sell-side raccolgono, puliscono e connettono dati da varie fonti per approfondimenti sugli investimenti. Questi includono di monitorare i canali dei social media come Instagram, Google, TikTok, ecc. per approfondimenti relativi al valore del marchio, inclusi riconoscimento e sentimento. In merito ai metodi di valutazione il metodo più comune per valutare i brands è il *Relief from Royalty Method*, una forma di Income Approach. Il metodo stima i flussi di cassa che l'utente dovrebbe effettuare al proprietario del bene in cambio dei diritti di utilizzo di tale bene. La primaria assunzione nell'applicazione del metodo suddetto è il tasso di royalty (tipicamente espresso come un per cento delle entrate) che verrebbero pagate per l'uso del marchio. Tassi di royalty osservati nelle transazioni di licenza tra terze parti sono tipicamente utilizzati come prova principale per la conduzione del *Relief from Royalty Method*. Facendo affidamento sui tassi di royalty osservati nelle transazioni di licenza tra terzi assume implicitamente che un marchio non verrebbe distribuito con le risorse complementari per crearne valore massimo e quindi non può essere valorizzato al suo massimo e migliore utilizzo. Un'alternativa in tali casi sarebbe quella di sfruttare il *Multi Period Excess Earnings Method* (MPEEM). In alternativa, per continuare a utiliz-

zare il *Relief from Royalty Method*, alcuni hanno iniziato a riconoscere più pienamente il valore di marchi con un tasso di royalty sintetico che equivale all'eccedenza di guadagni generati dall'impresa. La derivazione sintetica del tasso di royalty segue un processo simile a MPEEM, sottraendo gli oneri di esercizio dall'utile operativo per i *contributory assets* come capitale circolante, beni materiali, capitale umano, proprietà intellettuale e capitale relazionale.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/perspectives-paper-rethinking-brand-value/>

\* \* \*

*EACVA IVSC - The European Business Valuation Magazine (Fall 2022, Volume 1, Issue 1)*

La *European Association of Certified Valuers and Analysts* (EACVA) e l'IVSC sono lieti di presentare il primo numero della nuova rivista *European Valuation Business Valuation Magazine* (EBVM). L'EBVM vuole essere una piattaforma europea per discutere questioni pratiche nella valutazione aziendale. Finora le discussioni si sono svolte principalmente su base nazionale all'interno dei singoli gruppi professionali dei professionisti della valutazione. L'EBVM mira ad aumentare la trasparenza della pratica di valutazione nei paesi europei e a consentire lo scambio professionale a livello internazionale. Il primo numero contiene i seguenti articoli: 1) Marc Broekema/Jan Adriaanse: *Valuation Ambiguities under the European Directive on Preventive Restructuring Frameworks - Insights from the Netherlands*; 2) Matthias Meitner: *Business Models, Use Cases and Analytical Approaches for Valuation of the Asset "Data"*; 3) Alexander Aronsohn: *Unlocking the Value of ESG*; 4) Martin Schmidt/Andreas Tschöpel: *Industry Betas and Multiple*; 5) Stefan O. Grbenc: *Transaction Multiples*.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eacva.com/ebvm/>

\* \* \*

*Accordo di IVSC e IOSCO: Statement of Cooperation*

L'organizzazione internazionale IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) lo standard setter a livello globale per la regolamentazione dei titoli, e l'IVSC, hanno stipulato una dichiarazione di cooperazione volta a sviluppare una migliore comprensione della qualità e della coerenza delle valutazioni e degli standard professionali utilizzati dai valutatori internazionali, con l'obiettivo di mitigare i rischi per la qualità dell'informazione

finanziaria a tutela degli investitori e per la stabilità del sistema finanziario. La Dichiarazione di cooperazione, firmata dal presidente del consiglio di amministrazione della IOSCO e dal CEO della Securities and Futures Commission di Hong Kong, Ashley Alder, e dal presidente dell'IVSC, Alistair Darling, delinea i passi che entrambe le organizzazioni intraprenderanno per migliorare la loro cooperazione e costruire una comprensione reciproca del contesto che interessa la professione valutativa e il processo di definizione degli standard, inclusi la governance, corretto processo e le credenziali. Tale accordo segue una tavola rotonda all'inizio di quest'anno, durante la quale i leader senior delle organizzazioni di definizione degli standard, regolamentazione, audit, investitori e valutazione hanno incoraggiato IVSC e IOSCO a lavorare insieme per migliorare la qualità e la coerenza delle valutazioni nei mercati internazionali. Il Presidente di IVSC *Board of Trustees* ha affermato che IVSC e IOSCO condividono l'obiettivo comune di migliorare le informazioni finanziarie su cui fanno affidamento le autorità di regolamentazione e i partecipanti al mercato finanziario. Ha aggiunto inoltre che la Dichiarazione di cooperazione con IOSCO evidenzia l'importanza della valutazione per la stabilità finanziaria e promuoverà ulteriormente gli standard internazionali di valutazione e la professionalità a livello globale. Il commento del Presidente di IOSCO, Ashley Alder, ha evidenziato che le valutazioni sono una componente importante di solidi mercati dei capitali, ma i valutatori regolarmente non sono supervisionati dalle autorità di regolamentazione dei titoli. Come primo passo, IOSCO intende migliorare la sua comprensione delle questioni e degli standard attuali in questo settore, impegnandosi a stretto contatto con l'IVSC per comprendere i loro standard e il processo di definizione degli standard.

Nonostante una crescente accettazione dell'importante ruolo che le valutazioni svolgono nei mercati finanziari stabili, la qualità e la coerenza dell'approccio possono oggi variare in modo significativo in tutto il mondo. In un recente sondaggio tra i suoi membri condotto da IOSCO, le autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari hanno segnalato una divergenza nella qualità e nell'approccio alla valutazione da paese a paese. La dichiarazione di cooperazione formalizza la collaborazione in corso tra le due organizzazioni. L'accordo comprende la condivisione delle conoscenze e il supporto proattivo in aree che includono l'approccio alla definizione degli standard, alla governance e al monitoraggio, nonché i rischi di valutazione emergenti e l'identificazione di ulteriori azioni da prendere in considerazione da parte delle autorità di regolamentazione dei titoli.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/iosco-and-ivsc-sign-cooperation-agreement-to-advance-valuation-standards/>*

\* \* \*

*Promozione dell'iniziativa Brand Finance GFT 2022: 15 novembre 2022*

L'IVSC dichiara di sostenere il *Brand Finance Global Intangible Finance Tracker (GIFT) 2022* che si è tenuto presso il Brand Exchange di Londra, martedì 15 novembre dello scorso anno. Nella situazione attuale la previsione generalizzata è di una recessione incombente. L'ultimo appuntamento del *Global Intangible Finance Tracker (GIFT™)* di *Brand Finance* rivela che l'impatto completo non ha ancora raggiunto il mercato e potrebbe non raggiungerlo mai. Il valore intangibile globale è cresciuto di anno in anno, dimostrando la resilienza degli asset immateriali anche in tempi di crisi. Brand Finance ha a lungo sostenuto e richiamato la necessità di una approfondita discussione, divulgazione e sviluppo del valore delle attività immateriali. L'invito è di partecipare alla discussione della crescente importanza e del valore dei beni immateriali. L'evento prevede l'intervento di relatori di alto profilo in grado di fornire approfondimenti sulla futura direzione del percorso che consentirà un miglioramento del reporting dei beni immateriali e un'ampia gamma di implicazioni, inclusi i prezzi di trasferimento.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2022/11/Brand-Finance-GIFT-Forum-2022-Invitation.pdf>

\* \* \*

#### *Webinar: Risk & Uncertainty in Valuation - IVSC Advisory Forum*

I rappresentanti delle organizzazioni membri dell'IVSC sono stati invitati a partecipare al webinar dell'Advisory Forum del mese di novembre che approfondisce il seguente tema: "Rischio e incertezza nella valutazione", che si è svolto mercoledì 16 novembre - 13:00-14:30 (GMT). L'IVSC Advisory Forum riunisce i leader della valutazione che rappresentano le organizzazioni membri dell'IVSC di tutto il mondo. Il Forum, coordinato dall'Advisory Forum Working Group, si riunisce trimestralmente per discutere le tendenze e le questioni pertinenti che definiscono il contesto delle valutazioni.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/>

\* \* \*

#### *Importanza della trasparenza dei dati e standards globali: Intervista a Stephanie Sparvero di Bloomberg*

IVSC ha parlato con Stephanie Sparvero, membro del consiglio di amministrazione degli strumenti finanziari e Global Head of Evaluated Pricing (BVAL) di Bloomberg.

Stephanie, in che modo la recente volatilità del mercato e le continue pressioni inflazionistiche hanno influenzato le esigenze e le aspettative dei clienti di BVAL?

“Non è un segreto che viviamo e abbiamo a che fare con mercati difficili. Più che mai, i clienti hanno bisogno di noi per essere al top del mercato e fornire prezzi di alta qualità per informare le loro strategie di comprensione ed esecuzione. Consideriamo questo lavoro unico.

Gestiamo anche le sfide sui prezzi in modo tempestivo ed efficace che ci consente di concentrarci sui prossimi passi nello sviluppo del prodotto per i nostri clienti. Siamo in grado di farlo perché due anni fa abbiamo investito molto nel nostro flusso di lavoro per la risoluzione delle sfide sui prezzi, quindi oggi possiamo risolvere rapidamente le sfide sui prezzi nonostante i picchi di richieste. Siamo entusiasti quando i clienti interagiscono con noi riguardo alle loro sfide perché significa che non siamo solo un altro fornitore di prezzi per loro, ma uno che fornisce informazioni essenziali mentre navigano in mercati difficili. Tutti i fornitori di prezzi possono sembrare simili quando c'è bassa volatilità, ma nel mercato volatile che stiamo vivendo oggi, BVAL è pronto per essere ancora migliore”.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/professional-insights-stephanie-sparvero-bloomberg/>*

\* \* \*

### *IVS General Standards Improvement Project 2023*

Nel 2023 l'IVSC avvierà una consultazione pubblica sulle modifiche proposte agli International Valuation Standards (IVS). Oltre agli aggiornamenti proposti agli standard specifici per le attività che riguardano i beni materiali, business e gli intangibili, e gli strumenti finanziari, la consultazione illustrerà anche una serie di modifiche fondamentali agli standard generali (ora da IVS 100 a IVS 106), che sono applicabili a tutte le valutazioni, indipendentemente dal tipo di attività e dallo scopo della valutazione. Questa parte della consultazione è denominata “Progetto di miglioramento degli standard generali” e proporrà modifiche al modo in cui è definita la sezione Standard generali, con l'obiettivo di rendere gli standard più chiari sia per i valutatori che per gli altri soggetti coinvolti nel processo di valutazione. L'attività è coordinata dallo Standards Review Board dell'IVSC. Oltre a una consultazione di dodici settimane che dovrebbe iniziare nell'aprile 2023, l'SRB ospiterà anche webinar e tavole rotonde virtuali per fornire aggiornamenti sul progetto e consentire il feedback. Di seguito si riportano alcuni passaggi nell'intervista rilasciata da Alexander Aronsohn: “La valutazione è un processo e ci sono molte parti interessate coinvolte in questo processo, oltre al valutatore, al fine di produrre valutazioni conformi agli IVS. Queste parti interessate includono specialisti (ad esempio qualcuno che è esperto in un aspetto del bene oggetto di valutazione), organizzazioni di servizi (ad esempio coloro che forniscono dati e indici aggiuntivi per la valutazione come prezzi,

prove comparabili e informazioni di mercato). Storicamente, gli IVS sono stati redatti con un focus sul valutatore, fornendo standard basati su principi concordati a livello internazionale che i valutatori possono applicare. Con l'ultimo aggiornamento, gli standard diventeranno più rilevanti per i non valutatori coinvolti nel processo di valutazione e contribuiranno a responsabilizzare tutti coloro che sono coinvolti in una valutazione conforme a IVS. Inoltre, la valutazione non funziona isolatamente e potrebbe anche dover soddisfare i requisiti di altri standard, come gli IFRS quando si fornisce ad esempio il fair value. Di conseguenza, gli Standard generali IVS sono stati aggiornati anche per favorire la compatibilità con altri standard e requisiti come gli International Financial Reporting Standards (IFRS), i Principi contabili generalmente accettati negli Stati Uniti (USGAAP) e i requisiti imposti alle autorità di regolamentazione dei titoli, ad esempio relativi ai “challenge and review processes”, sotto gli auspici dell'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO). In seguito dell'ultima consultazione dell'agenda nel 2020, in cui IVSC ha consigliato di includere ulteriori standard su “dati e input” e “modelli” in IVS, e un ulteriore coinvolgimento del mercato, oltre a revisioni di IVS 500 - Strumenti finanziari, sono state apportate alcune modifiche conseguenti per rendere lo standard a prova di futuro e garantire che soddisfi le esigenze del mercato. Vengono poi fornite indicazioni in merito alla “indicative timeline”: Aprile 2023 - IVSC pubblicherà una bozza di Exposure Draft che delinea gli aggiornamenti proposti sia per gli standard generali (come parte del progetto di miglioramento degli standard generali) che per gli standard specifici delle risorse. Questa consultazione durerà 12 settimane e ulteriori dettagli su come rispondere saranno pubblicati insieme all'Exposure Draft sul sito web dell'IVSC. Aprile-giugno 2023 - IVSC organizzerà una serie di webinar e tavole rotonde per presentare i dettagli dell'Exposure Draft. Queste sessioni saranno aperte a tutti. Gennaio 2024 - sulla base delle risposte ricevute alla consultazione, IVSC pubblicherà una versione aggiornata di IVS nel gennaio 2024. Luglio 2024 - La nuova versione di IVS entrerà in vigore dopo un periodo di familiarizzazione di sei mesi. Tuttavia, come per i precedenti aggiornamenti degli standard, ne sarà incoraggiata l'adozione anticipata.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/ivs-general-standards-improvement-project/>*

\* \* \*

*Real Quality Rating: intervista con Olivier Mege*

Real Quality Rating (RQR) è una società tecnologica con sede a Parigi che fornisce strumenti di rating e valutazione ai propri clienti. Di recente IVSC ha incontrato il fondatore e CEO, Olivier Mege, nell'ambito della nostra serie di approfondimenti professionali. Il CEO afferma: "Ho fondato Real Quality Rating (RQR) dopo 15 anni nella gestione patrimoniale immobiliare in Asia e 5 anni in MSCI come responsabile globale della ricerca sugli indici immobiliari. Sono membro della *Royal Institution of Chartered Surveyors* (RICS), un membro della *Chartered Alternative Investment Association* (CAIA), membro dell'IPF (*Investment Property Forum*), master della *Japanese Association for Real Estate Securitization* (ARES, Giappone) e transactor certificato del Ministero giapponese delle Infrastrutture e dei Trasporti (Akken). Durante la mia carriera, ho assistito alle conseguenze profondamente negative per gli investitori finali (fondi pensione, compagnie assicurative, ecc.) di non essere in grado di quantificare la qualità (decisioni di investimento sbagliate, analisi di benchmarking finanziario fuorvianti, "wet finger valuations", ecc.), e ho visto investitori tentare, senza successo, la creazione di sistemi di rating interni, che molto spesso sono soggettivi e inadeguati come riferimento esterno". RQR è stato sviluppato nel 2017 e adesso copre tutti i principali mercati europei per uffici, logistica, vendita al dettaglio, immobili residenziali e ad uso misto. Il CEO sostiene che le valutazioni fornite non riguardano solo l'edificio, ma anche la sua posizione. Il settore immobiliare rappresenta quasi il 40% delle emissioni totali di CO2 e l'impatto ambientale degli immobili è diventato un tema prioritario per i proprietari e una preoccupazione per i manager. Tuttavia, queste preoccupazioni non vengono prese in considerazione in modo efficace nelle decisioni di investimento: le pratiche odierne raramente vanno oltre la semplice rendicontazione e le ambiziose dichiarazioni di intenti, tra cui il famoso obiettivo "net-zero". Il CEO evidenzia inoltre il gap nelle decisioni di investimento in merito all'impatto ambientale degli immobili: gli investimenti nello sviluppo sostenibile attualmente hanno poco o nessun valore finanziario sul mercato. Una ricerca svolta dalla società ha evidenziato che su 45 potenziali dimensioni di un edificio considerato come fondamentali dal mercato, solo 8 (relative all'ubicazione e all'aspetto esterno dell'edificio) sono tipicamente valutate. Allo stato attuale il valore finanziario è la misura primaria e l'incentivo in ogni decisione manageriale. La causa principale di questa situazione altamente problematica non risiede nella mancanza di volontà da parte dei professionisti, in realtà deriva, da un lato, dalla mancanza di strumenti a supporto: il cervello umano in merito alla comprensione della complessità degli attributi delle proprietà reali (la mente umana non è in grado di integrarne più di 5 dimensioni +/- 2), e, d'altra parte, il risultato di un vuoto concettuale su come dovrebbe essere misurato il valore sostenibile. Tale situazione, quindi, crea una sorta di

dissonanza cognitiva tra le pratiche correnti e il desiderio dell'industria di valutazioni più integrative. Da ciò deriva l'attesa proliferazione di normative volte a colmare questa lacuna. Alcune normative sono già esistenti, come ad esempio la tassonomia europea, il *Décret tertiaire*, il regolamento BACS in Francia. Ne arriveranno altre poiché, almeno nell'Europa continentale, c'è una forte propensione a pensare ad ulteriori normative come l'unico modo per risolvere le attuali sfide ambientali. Il CEO afferma che sicuramente i regolamenti sono necessari, ma non sono la "panacea": anche il modo in cui il mercato valuta gli immobili è fondamentale.

Gli strumenti sviluppati da RQR consentono agli investitori di valutare i loro edifici a lungo termine, con accuratezza, integrando tutti i fattori relativi allo sviluppo sostenibile in una piattaforma denominata IVDS (*Integrated Valuation & Decision Support*). Il CEO afferma che IVDS (*Integrated Valuation & Decision Support*) è la prima piattaforma di valutazione e di supporto alle decisioni per gli investitori al mondo, basata su un approccio di valutazione integrata. Tale valutazione è chiamata integrata perché collega formalmente la valutazione del valore sostenibile con il valore finanziario, due dimensioni che di solito sono gestite all'interno di processi decisionali isolati. Questo nuovo approccio valutativo è stato oggetto di un progetto pilota che ha portato a collaborare insieme, da quasi 12 mesi, grandi investitori (compagnie assicurative, società immobiliari, società di gestione) e società di valutazione immobiliare a livello internazionale. La valutazione del valore sostenibile rende possibile integrare tutte le dimensioni dell'edilizia: fondamenti tradizionali e dimensioni portate dalla considerazione dello sviluppo sostenibile. La valutazione riflette oggettivamente il valore del mercato pre-finanziario sottostante il giudizio di un immobile, tenendo conto di tutte le sue dimensioni (economica, sociale, ambientale). Questo giudizio di valore è "chimicamente puro" perché non avviene nel contesto di una transazione.

Il modello di valutazione è stabilito sulla base di sondaggi delle preferenze sostenibili del mercato, che sono stati condotti tra più di 3.000 professionisti (investitori, locatari, ecc.). In termini concreti, l'indagine consiste nel comprendere l'importanza che il mercato accorda a ciascuna delle dimensioni a pesarli di conseguenza nella valutazione. Queste preferenze sostenibili sono esse stesse plasmate da norme e aspettative sociali (da qui il motto: Riconciliare il valore con i valori). Come queste preferenze sostenibili si evolvono, è necessario aggiornare periodicamente i modelli di rating.

La classificazione di un edificio è convertita dal modello di prezzo multifattoriale in un valore finanziario (in euro). A differenza degli AVM (modelli di valutazione automatica), il sistema non esclude l'essere umano dal processo di valutazione: al contrario, l'utente può regolare la valutazione algoritmica a piacimento in base alla sua percezione sensibile della proprietà e conoscenza del mercato locale. Inoltre IVDS non valuta solo il valore finanziario della proprietà "così com'è", ma quantifica anche il valore potenziale di creazione associato a ciascuna dimensione. Dalla valutazione del valore sostenibile, il

sistema stima il valore finanziario a breve termine (valore di mercato spot) e a lungo termine (valore sostenibile). Il valore a breve termine modella pragmaticamente i meccanismi di prezzo prevalenti alla data di valutazione, anche se questi ignorano la maggior parte delle dimensioni dell'immobile (come avviene oggi). Il valore sostenibile si ottiene sostituendo quello sostenibile delle preferenze di mercato per i meccanismi di tariffazione a breve termine nel modello di tariffazione. Esso stima il valore che l'edificio avrebbe se le preferenze sostenibili rilevate nella ricerca, ora latenti, si sono realizzate. Infatti è ragionevole per un investitore scommettere su quel "ritorno" alle preferenze di mercato sottostanti. Inoltre, più lungo è l'orizzonte di investimento, maggiore è la probabilità che ciò accada. Un valore sostenibile maggiore del valore spot suggerisce un potenziale premio green, al contrario di un potenziale sconto *brown*. Il sistema consente quindi agli investitori di scegliere la propria posizione tra valore spot e valore sostenibile, a seconda delle loro convinzioni e della durata del proprio orizzonte di investimento: un investitore a lungo termine potrà scegliere un valore vicino al valore sostenibile, mentre un investitore a più breve termine sarà obbligato a non allontanarsi troppo dal valore spot.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2022/12/Copy-of-Article-page-template-design-for-magazine-e-book-workbook-etc.-3-1.pdf>*

\* \* \*

#### *Ultimo numero di EBVM (Winter 2022 Edition)*

L'ultima edizione di European Business Valuation Magazine è stata pubblicata da EACVA e IVSC. Questa edizione include i seguenti articoli: Johan Van den Cruyce: Determinants of the Discount for Lack of Marketability; Andrew Strickland: Option Pricing Models for the DLOM; Yann Magnan / Sambheet Parija: How will Technology Change the Way Business Valuations are Performed?; Andreas Creutzmann: Marketing as a Key Task for Valuation Professionals; Martin Schmidt / Andreas Tschöpel: Industry Betas and Multiples Stefan O. Grbenic: Discounts for Lack of Marketability.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eacva.com/ebvm/>*

\* \* \*

#### *La professione valutativa nel 2023: articolo di Nick Talbot*

All'inizio del nuovo anno Nick Talbot, IVSC Chief Executive, ha delineato

i principali trend che caratterizzeranno nell'immediato futuro i cambiamenti nella professione valutativa. Ha evidenziato in particolare tre trend cruciali: ESG, tecnologia e business globale. In merito ai fattori ESG (Environmental, Social and Governance) ormai ben noti nel contesto consulenziale, Talbot ne sottolinea la crescente importanza, che dovrebbe essere di particolare interesse per i valutatori influenzandone l'attività di valutazione in differenti modi. *In primis*, i valutatori potrebbero dover essere sempre più abili nel valutare e implementare i fattori ESG nella loro attività di analisi. Ciò può richiedere l'utilizzo di nuove metodologie e approcci alla valutazione di attività e passività che devono tener conto di rischi e opportunità di carattere non finanziario o acquisire familiarità con quadri di rendicontazione sulla sostenibilità e metrica. Un secondo aspetto è rappresentato dal fatto che la componente ESG nelle analisi "obbligherà" i valutatori a lavorare probabilmente a stretto contatto con altri professionisti, come ad es. consulenti di sostenibilità o analisti di dati, al fine di raccogliere e analizzare i dati ESG e sviluppare nuove competenze in termini di digitalizzazione e visualizzazione delle informazioni ESG. Infine, i valutatori dovranno svolgere un ruolo più consultivo, aiutando aziende e investitori a capire le implicazioni finanziarie dei rischi e opportunità ESG, ad esempio dal momento che è stata sviluppata una nuova regolamentazione, il valutatore potrebbe indicare quale possa essere il momento migliore per fare un'acquisizione o una cessione, oppure se può essere conveniente rinnovare gli asset aziendali. Ciò può anche comportare per un esperto valutatore trovarsi a fornire indicazioni su come gestire e mitigare i rischi ESG o aiutare le aziende a sviluppare strategie di sostenibilità al fine di creare valore per tutti gli stakeholder. Nel 2022 IVSC ha pubblicato un sondaggio al fine di esaminare il grado di evoluzione dei fattori ESG in ambito valutativo. I risultati hanno evidenziato la crescente domanda di maggiori informazioni ESG da parte degli investitori e di altri utilizzatori di valutazioni. Il sondaggio ha anche chiaramente evidenziato la molteplicità di standard, linee guida e metriche utilizzate oggi dai valutatori: ciò comporta ulteriori sfide in termini di coerenza e trasparenza della rendicontazione ESG. IVSC lancerà nuovamente il sondaggio sui fattori ESG nel 2023 al fine di valutare il trend il tasso al quale si trovano le considerazioni ESG nell'analisi di valutazione.

Il secondo trend rilevante da considerare attentamente, secondo Talbot, è rappresentato dall'uso crescente di tecnologia nella valutazione. Negli ultimi anni, c'è stata una proliferazione di nuovi software e strumenti che facilitano le prestazioni dei valutatori e il loro lavoro. Questi strumenti vanno dai semplici modelli basati su fogli di calcolo a più software sofisticati in grado di analizzare grandi dimensioni di quantità di dati ed eseguire complessi calcoli. La nuova tecnologia ha il potenziale per aiutare a migliorare la velocità, la precisione e precisione delle valutazioni. Ad esempio, gli algoritmi di apprendimento potrebbero essere utilizzati per analizzare modelli nei dati finanziari per informare la valutazione. Valutatori che sono in grado di

efficacemente utilizzare questi strumenti sarà in una posizione di forza per fornire valutazioni di alta qualità in modo più efficiente.

Oltre ai *Perspectives Papers* sui modelli AVM, la prossima edizione di IVS incorporerà nuovi capitoli su dati e input e modelli e dovrebbe essere pubblicato nel 2024. Ciò fornirà valutatori e altre parti interessate con ulteriori requisiti in merito all'uso efficace della tecnologia all'interno del processo di valutazione. Una terza tendenza che sta plasmando la professione valutativa è la crescente natura globale del business. Con l'ascesa del commercio internazionale e la proliferazione delle aziende multinazionali, i periti sono chiamati a valorizzare le imprese che operano in una varietà di diversi paesi e regioni. Ciò richiede una profonda comprensione dell'economia locale e dell'ambiente politico in ciascuna di queste aree. Una delle maggiori sfide è la crescente complessità del mondo del business. Con la proliferazione di nuove tecnologie, modelli di business e normative a cui i valutatori devono essere in grado di adattarsi in base a condizioni in continua evoluzione. Ciò richiede un forte fondamento nei principi di valutazione, etica e professionalità, nonché disponibilità a rimanere aggiornati sugli ultimi sviluppi nell'ambito degli IVS.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/the-valuation-profession-in-2023/> Il documento è scaricabile al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/pdfviewer/7185/>*

\* \* \*

### *Nomina di Mary Barth nel Board of Trustee di IVSC*

Il 25 gennaio IVSC è lieta di annunciare la nomina della professoressa Mary Barth nel suo consiglio di fondazione per un periodo iniziale di tre anni. Mary Barth è Joan E. Horngren Professor of Accounting, Emerita presso la Stanford University, Graduate School of Business (GSB). In precedenza, ha fatto parte della facoltà della Harvard Business School ed è stata audit partner di Arthur Andersen & Co. Attualmente ricopre il ruolo di vicepresidente dei *Trustees* della *Financial Accounting Foundation* (FAF) ed è stata membro dell'International Accounting Standards Board (IASB), presidente dell'American Accounting Association (AAA) e presidente del comitato di audit esterno del Fondo monetario internazionale. Ha numerose pubblicazioni sui più prestigiosi journal internazionali di Accounting e Finance, è membro della Accounting Hall of Fame. È stata Senior Editor di *The Accounting Review* e ha ricevuto tre premi per l'insegnamento GSB, il Davis Award per il servizio a vita come membro della facoltà e il Lifetime Service e Outstanding Educator Awards dell'American Accounting Association (AAA).

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/mary-barth-appointed-to-ivsc-board-of-trustees/>*

\* \* \*

### *IPEV Guidelines*

Il consiglio di amministrazione dell'International Private Equity Valuation (IPEV) ha pubblicato le sue ultime linee guida di valutazione che incorporano l'IVS. Le Linee Guida IPEV hanno formulato raccomandazioni, intese a rappresentare la best practice attuale, sulla valutazione degli Investimenti di Private Equity. L'obiettivo di queste linee guida per le valutazioni è stabilire le migliori pratiche in cui gli investimenti di private equity sono riportati al "valore equo" e quindi aiutare gli investitori in fondi di private equity a prendere decisioni economiche migliori. Nell'ultima edizione delle Linee Guida, il Consiglio IPEV osserva: "Una valutazione degli investimenti di private equity preparata in conformità con gli standard internazionali di valutazione (IVS) e seguendo queste linee guida di valutazione sarà coerente con i requisiti degli standard di rendicontazione finanziaria applicabili e massimizzerà anche la fiducia degli investitori".

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>*

\* \* \*

### *IX OIV Business Valuation International Conference, Valuation challenges and solutions*

Il 12 dicembre dello scorso anno OIV ha organizzato il suo nono convegno internazionale con diversi speaker. Il programma si è articolato nell'arco della giornata, dalle h. 9.00 alle 17.00, prevedendo i seguenti interventi: introduzione all'evento di Mario Massari a cui è seguita la relazione tenuta da Douglas Summa e Susan de Ross dal titolo "Update on International Valuation Standards and their impact on the valuation of financial instruments". La terza relazione dal titolo: "Alternative Assets Valuation" è stata tenuta da David Larsen, dopo Mark Zylia ha trattato il seguente argomento "Valuation of Early-stages company". Nel pomeriggio il relatore tedesco Wolfgang Ballwieser ha tenuto la seguente relazione: "ESG & Business Valuation - Theoretical considerations, empirical evidence, upcoming challenges". Le ultime due relazioni hanno avuto i seguenti titoli: "The Valuation of regulated entities", tenuta da Olivier Peronnet e infine in chiusura il prof. Mauro Bini ha trattato sul tema "Business valuation, inflation and cost of capital".

La prima relazione rappresenta un aggiornamento di IVSC dove i relatori, Doug Summa, (IVSC *Financial Instrument Board*), e Susan Du Ross (IVSC *Standards Review Board*) descrivono il processo di miglioramento

pianificato dall'associazione in merito agli IVS. Gli IVS si dividono in due tipologie: i *General Standards* e gli *Asset-specific-Standards*, dove i primi contengono i principali *pillars* della valutazione, le definizioni dei termini di valutazione principali, i metodi valutativi, i dati, la documentazione e il reporting, mentre i secondi indicano i requisiti necessari per la valutazione delle specifiche tipologie di asset. Gli obiettivi di tale processo riguardano la volontà di IVSC di modernizzare le principali componenti valutative, di migliorare la comprensione e la rilevanza degli standard, di elaborare nuovi draft di standard relativi a nuovi mercati e nuove tipologie di asset, di limitare il rischio valutativo e di proteggere il pubblico e gli stakeholders. Il processo valutativo viene descritto nei General Standard (IVS 100-106) mentre per la valutazione degli strumenti finanziari sono richieste delle competenze specifiche oltre che una attenta selezione dei dati e degli input che devono essere contraddistinti dalle seguenti caratteristiche: accuratezza, appropriatezza, completezza, osservabilità, trasparenza, tempestività. Alcune delle medesime caratteristiche sono richieste anche per la selezione dei modelli. Le tempistiche del processo prevedono l'emanazione degli Exposure Drafts sia degli IVS General Standards e degli Asset Standards ad aprile 2023, a gennaio 2024 la pubblicazione del testo definitivo e degli IVSC Standards Basis of Conclusion con entrata in vigore da luglio 2024.

La seconda relazione tenuta da David Larsen affronta il tema della valutazione degli Alternative Assets. Dopo avere descritto le varie forme di investimento alternativo vengono indicate le basi di valore maggiormente applicate per la valutazione e il fair value viene indicato come la base di valore più appropriata (in base all'allineamento delle definizioni presenti in IFRS 13, FASB ASC Topic 820 (SFAS 157), e GASB (US Government Accounting Standards Board) Statement 72. La presentazione prosegue indicando i principali aspetti relativi alla valutazione, quali i metodi applicabili (Market Approach, Income Approach, Replacement Cost), il processo di "calibration" richiesto dall'IFRS 13, la valutazione del fair value dei Fund Interests. Nella parte finale della presentazione i relatori illustrano le modalità di valutazione delle Early-Stage companies individuando i principali fattori che ne influenzano il valore come ad esempio comprendere l'attività, lo scopo, la fase della vita, il mercato e gli investimenti precedenti per arrivare a approcci di valutazione pertinenti e personalizzare i dati globali e la ricerca per le imprese locali dal momento che le statistiche locali sono limitate. Vengono inoltre forniti dettagli in merito alle guidelines, quali le linee guida valutative IPEV (*International Private Equity and Venture Capital Board*) aggiornate a dicembre 2022 con una guideline aggiuntiva per la valutazione degli Early-Stage Investments e per la valutazione dei fattori ESG. Infine viene offerta una *overview* in merito ai recenti frameworks elaborati da parte dei regulators in USA, Francia, UK e nei mercati finanziari di Hong Kong e Singapore. La terza presentazione affronta il tema della valutazione delle Early-Stage Entities (ESE's): dopo averne descritte le principali caratteristi-

che (come ad esempio la presenza di perdite e di flussi di cassa negativi, l'elevato livello di costi rispetto ai ricavi, la rilevante componente di asset intangibili, la struttura del capitale complessa, l'elevato rischio/elevato potenziale di utili, etc.) vengono illustrate le fasi di reperimento di fondi finanziari da vari soggetti, come ad esempio *Angel Investors*, *Venture Capital investors*, *Private Equity*, etc.. La presentazione si sofferma inoltre sui principali tradizionali approcci valutativi adottati (Income Approach, Market Approach, Asset Approach), vengono inoltre menzionati altri metodi valutativi quali il Current Value Method, l'Option Pricing Method (OPM), il Probability Weighted Expected Return Method (PWERM) e l'Hybrid Method che deriva dalla combinazione del PWERM e dell'OPM. Infine viene illustrato un case study in merito alla allocazione dell'Enterprise Value di una Early-Stage Entity in una struttura complessa di capitale tramite l'applicazione dell'OPM. L'altra interessante relazione riguarda i fattori ESG. Vengono proposte alcune tesi in merito a come la sostenibilità possa influenzare il valore aziendale. Inizialmente viene visualizzata la crescita esponenziale della rilevanza degli ESG, in particolare dal 2018, mentre le curve relative all'incremento della redazione del reporting di sostenibilità da parte delle società più grandi a livello globale iniziano ad appiattirsi (in base alla recente ricerca KPMG, 2022). Interessante tesi riguarda la relazione ESG/performance, argomento ampiamente dibattuto nella letteratura internazionale. I principali risultati di alcuni studi (Whelan et al., 2021) evidenziano come da un lato vi sono poche ricerche che dimostrano una correlazione negativa senza esporne peraltro le motivazioni, mentre gli ESG sembrano influenzare positivamente la performance economico-finanziaria. Infine un'altra tesi sostiene che l'interpretazione degli ESG in chiave strategica può essere vista come un vero e proprio driver del valore aziendale in quanto aumenta i flussi di cassa futuri, riduce il rischio di flusso di cassa e il costo del capitale, aumenta i prezzi delle azioni e/o i multipli tramite la costruzione di una reputazione. Al fine di accettare tale tesi è però necessario descrivere i fattori ESG in modo qualitativamente preciso e poterli quantificarli in maniera adeguata, definire regole per gestire i trade-off fra le tre dimensioni E, S e G, e padroneggiare sofisticati metodi statistici. Vengono poi descritti i principali trend e i player a livello europeo e globale che stanno definendo la regolamentazione e le principali linee guida in merito a tre temi: 1) ambiente e clima (natura), 2) investimenti e finanza (strategia), 3) reporting non finanziario (accounting e revisione). In particolare vengono poi analizzati i risultati analitici delle conseguenze di una strategia *ESG-oriented* per la valutazione aziendale mediante l'applicazione dei metodi DCF: il metodo valutativo non cambia ma gli ESG potrebbero modificare il suo input. Le conseguenze sul cash flow possono risultare da differenti fattori, ad esempio avere un adeguato bilanciamento di tutti i componenti ESG oppure dare la priorità a un componente, da investimenti *ESG-oriented*, da ritorni su investimenti *ESG-oriented*, comportamento competitivo e durata del beneficio (se presente) che influenza il valore terminale,

classificazione delle attività di business in base alla tassonomia dell'UE e ai rating ESG. Il problema è che tali fattori sono tutti company-specific, tutt'al più sono influenzati dal settore di riferimento e non possono essere rendicontati in termini generali. Le conseguenze sul costo del capitale possono invece dipendere dalle assegnazioni in base alla tassonomia UE, dai rating ESG, dal cambiamento del profitto del portafoglio investimenti, dal cambiamento del beta o del leverage, anche in questo caso sono tutti fattori company-specific. Infine vengono esposti risultati empirici in merito alla elevata diversità dei rating ESG elaborati da differenti agenzie (MSCI; Bloomberg, CDP, Sustainalytics, ISS, S&P) oltre che alcune criticità derivanti dal fatto che gli investimenti privilegiano le aziende che hanno rating ESG elevati piuttosto che quelle che hanno performance di sostenibilità esemplari. Altro aspetto riguarda il fatto che la presenza di una consistente disclosure ESG non comporti necessariamente un rating ESG ma anzi possa aumentarne la divergenza. In sostanza quindi ci potrebbero essere incentivi per le aziende a ridurre il costo del capitale "gonfiando" i rating. Infine il relatore espone i principali risultati empirici in merito alla relazione ESG e performance economico-finanziaria, ESG e rischio, ESG e costo del capitale. Le considerazioni conclusive evidenziano come non sia ancora chiaro in quale modo le strategie ESG influenzano le prestazioni, i rischi e il costo del capitale, molti studi hanno problemi metodologici o non rivelano dettagli sul loro approccio tecnico, l'evidenza empirica soffre non solo di carenze metodologiche, ma anche dalla diversità e ambiguità degli indicatori ESG e loro evoluzione dinamica. La conclusione non può essere che non vi è alcuna relazione tra strategia ESG e valutazione aziendale. Piuttosto, è necessario investigare tale relazione nel contesto aziendale specifico. In tal senso ESG rappresenta un fattore strategico come tanti altri.

La penultima relazione tratta la valutazione delle società che forniscono utenze regolamentate (*regulated utilities*). Gli esperti valutatori devono tenere adeguatamente in considerazione il contesto caratterizzato da una situazione di monopolio (talvolta un oligopolio) con profitti stabili e regolamentati. Quindi, questo tipo di società avrebbe un elevato *payout ratio* (bassa ritenzione dei profitti per il reinvestimento) e offrirebbe agli investitori un rendimento costante ma basso, erogato principalmente attraverso il rendimento dei dividendi. Le *utilities* sono anche aziende strategiche per stati e governi in quanto forniscono servizi di interesse generale, come la distribuzione dell'acqua, la produzione di energia elettrica o la raccolta dei rifiuti. Per questo motivo, i governi potrebbero essere disposti a regolamentare tali attività. La regolamentazione può avere un impatto sulla struttura del mercato, sulla redditività e sulle capacità di investimento delle società di servizi regolamentate. È un rischio di esposizione per l'emittente.

La relazione si sofferma sulle specificità della realtà francese dove EDF è l'unica azienda che gestisce centrali nucleari e beneficia di un quasi-monopolio per quanto riguarda la fornitura di energia elettrica ai clienti. Oltre alla

regolamentazione esistente, le società di servizi energetici affrontano il rischio di un *price cap* nel breve termine al fine di limitare il proprio profitto nelle attuali condizioni di mercato caratterizzate da un'elevata volatilità dei prezzi. Il *price cap*, incoraggiato dalla Commissione Europea, dovrebbe essere preso in considerazione nella valutazione in quanto potrebbe avere un impatto significativo sulla redditività. A lungo termine, la regolamentazione potrebbe impedire alle utility di disporre di risorse finanziarie sufficienti per garantire il proprio sviluppo e quindi influire sulla loro valutazione. In merito ai metodi valutativi alcuni di quelli comunemente utilizzati non sono in grado di cogliere appieno l'impatto della regolamentazione. Ad esempio, il *peers approach* può essere difficile da attuare, considerata la difficoltà di identificare una società quotata soggetta a una regolamentazione simile. Per EDF, questo metodo non è sembrato appropriato in quanto non ha affrontato la natura specifica delle sue varie attività, in particolare l'esposizione al prezzo di mercato durante il periodo ARENH e l'eventuale introduzione di un prezzo regolamentato dal 2026 in poi per l'energia nucleare esistente in Francia, l'estensione della vita dell'energia nucleare esistente in Francia, l'eliminazione graduale delle operazioni nucleari in Francia e nel Regno Unito e i futuri flussi legati alle strutture in costruzione. In questo contesto, il metodo DCF sembra essere il più appropriato in quanto in grado di cogliere le specificità della normativa e la sua evoluzione nel tempo. I principali metodi valutativi oggetto di commento sono: 1) la somma delle parti (DCF) che analizza il valore intrinseco della azienda dove i CFC I flussi di cassa sono scontati utilizzando un costo medio ponderato del capitale, che è la somma del costo medio ponderato del capitale proprio e del costo del debito al netto delle imposte; 2) *Trading Peers*, dove viene selezionato un campione di peers, poi si determina un EV/EBITDA o un multiplo EV/EBIT medio in base all'EV e all'EBITDA o all'EBIT stimati dei peer, poi si applica il multiplo medio all'EBITDA o all'EBIT stimato dell'azienda per determinarne l'EV e 3) *Transaction precedent* dove si effettua una selezione di un esempio di transazioni precedenti, si determina un multiplo EV/EBITDA o EV/EBIT medio in base ai multipli delle transazioni, si applica il multiplo medio all'EBITDA o all'EBIT stimato della società per determinare l'EV della Società stessa. Infine il prof. Bini conclude il convegno con una relazione sulla valutazione aziendale, l'inflazione e il costo del capitale.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.fondazioneoiv.it/atti-dei-convegni/ix-oiv-business-valuation-international-conference-12-12-22/>*



# CORPORATE GOVERNANCE

## SAY ON CLIMATE, DALL'ATTIVISMO ALL'OBBLIGO: NUOVI DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI

di CLAUDIA RICCHETTI

### 1. Introduzione.

Negli ultimi anni, prima in Europa ed in UK, e poi negli USA, si è assistito a richieste da parte degli azionisti di deliberare su dati e strategia delle società in relazione a temi ambientali e sociali.

Davanti a queste richieste, sempre più pressanti, alcune aziende hanno optato per la presentazione di proposte dei propri consigli di amministrazione all'assemblea dei soci, sebbene forse senza grande convinzione e piuttosto con l'obiettivo di evitare di dover affrontare una delibera presentata dagli azionisti.

Tanto ciò è vero che nel 2022, nei mercati europei presi in esame da Morrow Sodali <sup>(1)</sup>, sono state sottoposte al voto degli azionisti 36 proposte di delibera sul clima, contro le 19 e del 2021. Energia, finanza, industria e servizi sono i settori che hanno proposto agli azionisti le loro strategie sul clima.

La crescita di queste delibere ha spinto molti investitori istituzionali tradizionalmente meno propensi a supportare proposte su temi ambientali e sociali a rivedere la propria posizione, mentre i proxy advisors hanno dedicato linee guida più specifiche per affrontare la questione relativa ai piani di transizione climatica.

Dal punto di vista del contenuto, i consigli di amministrazione hanno presentato proposte che prevedono strategie climatiche di lungo periodo per affrontare i rischi del cambiamento climatico riducendo le emissioni <sup>(2)</sup>.

Il tema è estremamente attuale e critico perché, soprattutto per le imprese che operano in settori ad alto impatto ambientale, la presentazione di un piano di transizione climatica risponde all'esigenza di affrontare in modo corretto e responsabile i rischi e le opportunità di una necessaria riduzione

---

<sup>(1)</sup> <https://morrrowsodali.com/about-us>.

<sup>(2)</sup> Fonte: Morrow Sodali.

delle emissioni, a prescindere dalla possibilità di presentare in assemblea un piano di transizione climatica.

Ma, al di là quanto accaduto sinora e di queste preliminari considerazioni, la questione è se una delibera assembleare su un piano di transizione climatica e quindi ed in altre parole, sulla strategia della società che includa *obiettivi assoluti di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra almeno per il 2030 e il 2050, una descrizione dei progressi da essa realizzati nel conseguimento degli stessi e una dichiarazione che attesti se gli obiettivi dell'impresa relativi ai fattori ambientali sono basati su indicazioni scientifiche conclusive* <sup>(3)</sup>, sia legittima e se, legittima, con quali risvolti rispetto alla linea di demarcazione tra le competenze “esclusive” degli amministratori e quelle dell'assemblea dei soci.

## 2. L'evoluzione della *governance* in atto.

La trattazione di questa tematica non può prescindere da una doverosa e preventiva valutazione degli sviluppi in atto nella *governance* delle società sia in termini di *soft* che di *hard law*; sviluppi che si inseriscono, inevitabilmente, nel rafforzamento della politica governativa eurounitaria e nazionale verso una transizione ad emissioni zero entro il 2050; con la conseguenza, per le imprese, di dover assumere impegni per la decarbonizzazione del proprio business entro la stessa scadenza ed affrontare il rischio climatico come un rischio materiale con impatti finanziari.

Tali sviluppi hanno avuto ed avranno, sempre più, un impatto sui doveri, obblighi e responsabilità degli amministratori.

Volendo delineare questo percorso evolutivo, si deve necessariamente partire dalla Shareholders' Rights Directive II 2017/228 (“SHRD II”), entrata in vigore nel 2019, che ha modificato e integrato la Direttiva 2007/36/CE.

La revisione apportata dalla SHRD II aveva l'ambizione di incoraggiare il coinvolgimento degli azionisti nel lungo periodo e garantire che le decisioni degli amministratori delle società quotate fossero orientate alla stabilità di lungo termine, tenendo conto, per tale ragione, anche delle questioni ambientali e sociali, intese in termini di impatto e di rischi per l'impresa, ma anche di opportunità.

La SHRD II si è posta il problema dell'allineamento degli interessi tra azionisti ed amministratori. Tuttavia, nonostante quanto previsto nel considerando 14, che cita esplicitamente la necessità di coinvolgimento di tutti i portatori di interessi, in particolare dei dipendenti, la SHRDII si è poi rivolta ai soli investitori di lungo periodo raccomandando loro di monitorare la

---

<sup>(3)</sup> Direttiva su corporate sustainability reporting pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione il 16/12/2022, art. 19-*bis*.

gestione degli amministratori <sup>(4)</sup> con particolare riguardo all'impatto sociale e ambientale, codificando il principio di *stewardship* e di *engagement*.

Ciò non di meno, la SHRD II ha avuto il merito di rafforzare, *ex lege*, il controllo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori prevedendo il voto deliberativo sulla sezione I della Politica di Remunerazione (c.d. "*Say on pay*"). Questa modifica, oltre ad essere rilevante ai nostri fini perché rimette all'assemblea una competenza che sarebbe demandata al consiglio di amministrazione <sup>(5)</sup> salvo diversa previsione dello statuto, è proprio una delle leve a disposizione dei soci per consentire l'allineamento degli interessi di amministratori e investitori per il raggiungimento di obiettivi di lungo periodo.

Il nuovo Codice di Corporate Governance (il "Codice"), la cui elaborazione è terminata nel 2019, in parallelo con il Green Deal europeo, e a due anni di distanza dalla pubblicazione della SHRD II, è andato oltre, forte dell'evoluzione normativa in atto ed anche del cambiamento nella politica dell'Unione e dei governi nazionali.

Il filo conduttore del Codice, entrato in vigore il 1° gennaio 2021, è, infatti, il perseguimento, da parte degli amministratori, del successo sostenibile, inteso come successo di lungo periodo al quale va collegata la raccomandazione, rivolta alle società quotate, di adottare una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti.

Quindi non più e non solo gli investitori incoraggiati a dialogare con gli amministratori ma anche l'invito rivolto agli amministratori ad attivare forme di dialogo con i soggetti con cui si relaziona l'impresa: dagli azionisti agli stakeholder.

Con tale innovazione, si è aperta, anche in Italia, una nuova stagione del capitalismo, una stagione diversa da quella a cui eravamo abituati che era relegata a comunicati stampa ed incontri programmati in occasione della presentazione dei risultati, una stagione che, attraverso l'engagement/dialogo, avrebbe l'ambizione di promuovere un confronto costante tra amministratori ed investitori/stakeholder per il perseguimento di interessi allargati, non più concentrati esclusivamente sul profitto di breve periodo, ma sulla prosperità a lungo termine dell'impresa con risvolti significativi sui doveri degli amministratori.

Si tratta, come riportato nella Relazione 2021 sull'evoluzione della Corporate Governance delle società quotate elaborata dal Comitato per la Cor-

---

<sup>(4)</sup> La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno.

<sup>(5)</sup> Art. 2389 c.c. La remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. *Se lo statuto lo prevede, l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche.*

porate Governance<sup>(6)</sup>, di un tassello fondamentale per la promozione da parte degli amministratori di una strategia sostenibile, il perseguimento di un interesse che deve tenere conto dei rischi e degli impatti (minimizzando quelli negativi) della società da e verso l'esterno, con l'obiettivo di preservare il contesto nel quale la società opera, creando un benessere allargato per un successo duraturo dell'impresa.

Il percorso evolutivo della governance, in termini di *soft law*, è ancora in divenire. Infatti, i Principi di Corporate Governance del G20/OCDE<sup>(7)</sup> (i "Principi"), pubblicati per la prima volta nel 1999 e che costituiscono lo standard internazionale per la corporate governance, sono attualmente in fase di revisione<sup>(8)</sup>. La pubblicazione dell'aggiornamento — prevista per il 2023 — beneficerà dell'analisi contenuta in un'altra pubblicazione dell'OECD, il *Climate Change Corporate Governance*, che offre una panoramica delle tendenze e delle problematiche relative alle implicazioni della tematica del cambiamento climatico sotto vari aspetti e prospettive: (i) azionisti; (ii) stakeholders; (iii) investitori.

Il documento affronta, tra gli altri, il tema del dovere fiduciario degli amministratori in relazione al quale evidenzia che questi ultimi hanno la responsabilità di supervisionare la gestione del rischio dell'azienda "....., specificando i tipi e il grado di rischio che un'azienda è disposta ad accettare nel perseguimento dei suoi obiettivi e come gestirà i rischi che crea attraverso le sue operazioni e relazioni (annotazione al Principio VI.D.1). È evidente, quindi, che se i rischi legati al cambiamento climatico sono finanziariamente rilevanti per un'azienda, devono essere gestiti adeguatamente dal top management e supervisionati dal consiglio di amministrazione come espressione del dovere di diligenza (OCSE, 2020, pagg. 74-75), a prescindere da qualsiasi discussione più complessa sulla portata del dovere di lealtà".

Si viene quindi a delineare un dovere più dettagliato, meno contrattuale e più istituzionale, cui gli amministratori sono tenuti ai sensi dell'art. 2392 c.c.<sup>(9)</sup>.

### **3. Un quadro normativo in evoluzione: la definizione e perseguimento di una strategia sostenibile e di lungo termine.**

Il Codice ed il prossimo aggiornamento dei Principi si inseriscono in un

<sup>(6)</sup> <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2021.pdf>.

<sup>(7)</sup> L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico è una organizzazione internazionale che opera per la costruzione delle migliori policy per una vita migliore.

<sup>(8)</sup> I Principi OECD di Corporate Governance sono stati pubblicati per la prima volta nel 1999 e approvati dai leader del G20 nel 2015.

<sup>(9)</sup> Art. 2392 c.c. 1 c: Gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze.

contesto di numerose iniziative legislative, a livello europeo, volte ad orientare l'attività delle imprese, e non solo di quelle quotate, verso la predisposizione di strategie di lungo periodo che tengano conto degli impatti “.....*negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi, siano essi effettivi o potenziali, causati dalle proprie attività o da quelle delle sue filiazioni e, se l'impatto è collegato alla catena del valore cui partecipa, dai suoi rapporti d'affari consolidati...*”.

Prima di affrontare l'evoluzione normativa in atto a livello europeo, non si può, però, omettere l'importante modifica degli articoli 9 e 41 della nostra Costituzione italiana <sup>(10)</sup>.

L'articolo 9 sancisce che la Repubblica tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni. L'articolo 41, invece, stabilisce che sebbene libera, l'iniziativa economica privata non possa svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da arrecare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. Ma ciò che è rilevante, attribuisce alla legge il potere di *determina(re) i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali*.

Quindi, secondo quanto previsto dall'art. 41 della nostra Costituzione, l'attività di impresa deve svolgersi secondo principi e doveri che tengano conto non solo dell'interesse dei soci ma anche dell'interesse degli altri stakeholders con cui la società si relaziona: quindi un interesse sociale allargato.

Con questa doverosa introduzione che non trova ancora pieno riscontro nella disciplina codicistica delle società, nonostante l'introduzione nel 2016 nel nostro ordinamento delle società benefit, possiamo procedere con l'esame dell'evoluzione normativa a livello europeo.

Al riguardo va menzionata, in primo luogo, la Direttiva, approvata dalla Commissione Europea il 21 aprile 2021 e pubblicata in Gazzetta il 16 dicembre 2022 (“Nuova Direttiva DNF”). La Nuova Direttiva DNF modifica le direttive 2013/34/UE, 2004/109/CE, 2006/43/CE ed il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità ed estende l'ambito di applicazione, a partire dal 2026, anche alle PMI.

Inoltre, le informazioni richieste agli amministratori, che dovranno essere inserite nella relazione sulla gestione, vanno ben oltre l'attuale rendicontazione, dovendo contenere:

a) *la descrizione del modello e della strategia aziendali dell'impresa, che indichi: i) la resilienza del modello e della strategia aziendali dell'impresa ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità; ii) le opportunità per l'impresa connesse alle questioni di sostenibilità; iii) i piani dell'impresa atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C in linea con l'accordo di Parigi; iv) il modo in cui il modello e la strategia*

<sup>(10)</sup> Legge Costituzionale dell'11 febbraio 2022, n. 1.

*aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità; le modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità;*

b) *una descrizione degli obiettivi connessi alle questioni di sostenibilità definiti dall'impresa e dei progressi da essa realizzati nel conseguimento degli stessi...;*

c) *una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità;*

d) *una descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità;*

e) *una descrizione..... dei principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità, comprese le principali dipendenze dell'impresa .... e le modalità di gestione di tali rischi adottate dall'impresa...”* <sup>(11)</sup>.

Viene quindi richiesto agli amministratori di rendere disponibili, nella relazione sulla gestione, tutte le informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità in modo prospettico, nonché come tali questioni influiscano sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione futura, in una logica di perseguimento di successo di lungo periodo.

Siamo, quindi, in presenza da un lato di una definizione più puntuale dei doveri e degli obblighi degli amministratori delle società e dall'altro di una estensione degli obblighi di *disclosure* su cui gli azionisti sono chiamati a deliberare, atteso che le informazioni richieste devono essere inserite in un documento, la relazione sulla gestione, che è parte integrante del bilancio e sottoposto alla competenza esclusiva dell'assemblea <sup>(12)</sup>.

Continuando con le iniziative legislative, appare significativo e rilevante ricordare la pubblicazione il 23 febbraio 2022, della Proposta di Direttiva sul dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (“Direttiva sul dovere di diligenza”) che, benché si applichi ad un numero più ristretto di imprese rispetto a quelle soggette alla Nuova Direttiva DNF, rappresenta un ulteriore tassello per la definizione dei doveri degli amministratori. A questi viene infatti richiesto di mettere in atto “seri” processi di “dovuta diligenza” in materia di diritti umani e di ambiente anche lungo tutta la loro catena di fornitura (scope 3, come vedremo più avanti).

Ciò significa che le grandi aziende (e, in una certa misura, le Pmi nei settori problematici <sup>(13)</sup>) dovranno, in aggiunta a quanto previsto dalla Nuova

<sup>(11)</sup> Art. 19 *bis* della Nuova Direttiva DNF.

<sup>(12)</sup> Le nuove norme copriranno circa 50.000 aziende rispetto alle 11.700 attuali.

<sup>(13)</sup> Art. 2 comma 1 della Direttiva che prevede che la stessa si applichi alle imprese che hanno avuto, in media, più di 250 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale di oltre 40 milioni di EUR nell'ultimo esercizio per il quale è stato redatto il bilancio d'esercizio, purché almeno il 50 % di tale fatturato netto sia stato generato in uno o più dei settori seguenti:

i) fabbricazione di tessuti, pellami e relativi prodotti (calzature comprese) e commercio all'ingrosso di tessuti, abbigliamento e calzature;

Direttiva DNF, integrare quelle informazioni con: a) la valutazione degli impatti negativi sull'ambiente e sui diritti umani, effettivi o potenziali, causati dalla propria attività lungo tutta la loro catena del valore, b) l'adozione di misure per mitigare il rischio di avere impatti negativi e c) risolvere rapporti commerciali/ di fornitura se l'impatto negativo non viene eliminato.

Inoltre, le società saranno tenute a segnalare pubblicamente queste attività e ad istituire appropriati meccanismi di reclamo oltre a definire un piano di azioni correttive per le comunità colpite.

La mancata osservanza di questo nuovo dovere di diligenza sulle catene di approvvigionamento potrebbe comportare sanzioni ed esporre le società obbligate a responsabilità qualora non riescano a prevenire, mitigare e/o porre fine al rapporto con il fornitore con cui hanno una relazione commerciale consolidata.

Si tratta di una ormai inarrestabile evoluzione del modello tradizionale di fare impresa che progressivamente sta abbandonando la *shareholder primacy* per muoversi verso la *stakeholders primacy*.

Forse il dibattito che ha visto contrapposte la teoria contrattualistica dell'interesse sociale verso quella istituzionalista potrà, a breve, considerarsi superato.

Le norme attuali e quelle in corso di emanazione, in particolare la Nuova Direttiva DNF e la proposta di direttiva citata, impongono doveri precisi in capo agli amministratori al fine di minimizzare gli impatti negativi della stessa attività di impresa, onerandoli dell'obbligo di effettuare valutazioni dei rischi di cui dovranno tenere conto nell'elaborazione dei piani strategici e di cui saranno responsabili, non solo verso i soci ma anche verso i terzi.

#### 4. I piani di transizione climatica: strategie ed obblighi.

Le società che sinora hanno predisposto e presentato all'assemblea dei soci un piano di transizione climatica non hanno utilizzato un unico schema né hanno fornito tutte le stesse informazioni.

In realtà le proposte di direttiva e i codici di governance che abbiamo esaminato sino ad ora ci aiutano a definirne meglio il contenuto. Peraltro, la Nuova Direttiva DNF mira proprio ad armonizzare la comunicazione delle informazioni sulla sostenibilità da parte delle imprese, in modo che le società

---

ii) agricoltura, silvicoltura, pesca (acquacoltura compresa), fabbricazione di prodotti alimentari e commercio all'ingrosso di materie prime agricole, bestiame, legname, alimenti e bevande;

iii) estrazione di risorse minerarie indipendentemente dal luogo in cui sono estratte (tra cui petrolio greggio, gas naturale, carbone, lignite, metalli e minerali metalliferi, tutti gli altri minerali non metallici e prodotti di cava), fabbricazione di prodotti in metallo di base, altri prodotti minerali non metallici e prodotti in metallo (macchinari e attrezzature esclusi) e commercio all'ingrosso di risorse minerali, prodotti minerali di base e intermedi (compresi metalli e minerali metalliferi, materiali da costruzione, combustibili, prodotti chimici e altri prodotti intermedi).

finanziarie, gli investitori ed il grande pubblico, dispongano di informazioni comparabili ed affidabili<sup>(14)</sup>. La Direttiva sul Dovere di Diligenza, inoltre, si pone l'obiettivo di regolamentare gli obblighi delle grandi società relativamente agli impatti negativi effettivi e potenziali sui diritti umani e sull'ambiente per quanto riguarda le loro attività, quelle delle loro filiazioni e quelle svolte dai loro partner commerciali.

Quindi, proprio partendo dalle due direttive, un piano per la transizione climatica dovrebbe contenere: (i) un'analisi dei rischi cui è esposta l'impresa; (ii) la descrizione delle azioni poste in essere dai manager per mitigare e ridurre tali rischi; (iii) una valutazione degli impatti che l'impresa genera all'esterno con la sua attività; (iv) le opportunità che derivano dall'aver adottato un piano di trasformazione; (v) gli investimenti necessari per attuare la strategia.

Il piano dovrà anche includere una rendicontazione completa delle emissioni dirette ed indirette di gas serra della società, definite come scope 1, 2 e 3, e delineare la strategia che si intende implementare per la relativa riduzione, con target di breve, medio e lungo termine allineati ai protocolli scientifici.

Nel caso di scope 1, questo comprende tutte le emissioni dirette generate per svolgere l'attività principale dell'azienda, come ad esempio i processi manifatturieri. Le emissioni di scope 2 riguardano le emissioni legate all'energia acquistata, per esempio, comprare energia da fonti rinnovabili abbate le emissioni di scope 2. Le emissioni di tipo scope 3 sono quelle generate lungo tutta la catena del valore di approvvigionamento, ovvero quelle derivanti dall'utilizzo dell'energia usata per la realizzazione di prodotti e materie acquistate all'esterno, di combustibili per veicoli non aziendali, per il trasporto di materiali, per l'utilizzo di prodotti finiti o da lavorare, per i beni strumentali acquistati, ecc.

Il piano dovrà poi contenere obiettivi definiti di riduzione di emissioni per arrivare alla neutralità di emissioni di carbonio entro il 2050, con target intermedi e sempre misurabili e certificabili.

Il piano dovrà anche descrivere la governance della sostenibilità ed includere ogni elemento per arrivare allo scopo, ad esempio, la presenza di KPI ESG per la remunerazione degli amministratori e del top management e la proattività nel supporto all'emanazione di normative e prassi che possano sostenere lo sviluppo di un'economia che sia in linea con l'Accordo di Parigi<sup>(15)</sup>, attraverso un'attività di lobby responsabile.

## **5. La tendenza in atto: la linea di demarcazione tra le competenze dell'assemblea e degli amministratori.**

Il dovere degli amministratori è, quindi, diventato un dovere "allargato",

---

<sup>(14)</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_21\\_1804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_21_1804).

<sup>(15)</sup> <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>.

volto al perseguimento del successo di lungo periodo; un dovere che, come abbiamo visto, richiede l'elaborazione di piani atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la riduzione del riscaldamento globale di 1,5°C.

Resta ora da comprendere se un piano di transizione climatica sia un atto gestorio e come tale rimesso alla esclusiva competenza degli amministratori o, piuttosto, un atto la cui approvazione finale spetti ai soci.

Partendo dal nostro codice, l'art. 2380 *bis* stabilisce che la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni (ordinarie e straordinarie) per l'attuazione dell'oggetto sociale.

La norma è il cardine dell'intero sistema della gestione della società e contiene due importanti principi:

1) chiarisce la natura della relazione che esiste tra le deliberazioni assembleari in materia di gestione e l'azione degli amministratori. Gli amministratori sono infatti individuati come i soli soggetti cui spetta la gestione dell'impresa e le deliberazioni eventualmente assunte dall'assemblea su scelte gestionali, peraltro nei casi in cui lo statuto (2364 c.c. 5) o la legge lo prevedono, hanno una mera funzione autorizzatoria che non ha effetti sulla natura gestoria dell'atto, sempre da attribuirsi esclusivamente agli amministratori e, conseguentemente, non ne attenua in alcun modo la responsabilità;

2) individua il contenuto dell'attività di gestione, chiarendo che essa si sostanzia nel compimento di tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale.

Quanto sopra dovrebbe portarci ad affermare che un piano di transizione climatica sia un atto di natura gestoria con la conseguenza che non sarebbero ammissibili proposte di delibera presentate dai soci ma che gli amministratori potrebbero legittimamente sottoporre il piano ai soci su base volontaria, ferme restando le responsabilità degli amministratori. In altre parole, si tratterebbe di un atto volto a conoscere il parere dei soci su quanto gli amministratori stanno ponendo in atto, nell'adempimento dei propri doveri.

## 6. Conclusioni.

Tuttavia, se le informazioni sulla strategia dell'impresa, secondo quanto previsto dalla Nuova Direttiva DNF e in qualche misura anche dalla Direttiva sul dovere di diligenza, dovranno essere inserite nella relazione sulla gestione, possiamo davvero affermare che il voto dei soci sarà solo consultivo?

Similmente a quanto accaduto per il *say on pay*, i soci, quali investitori di lungo periodo, saranno chiamati ad approvare le strategie dell'impresa per la sua permanenza sul mercato e potranno anche "bocciare" *ex ante* imprese non sostenibili o, "ex post" chiamare gli amministratori a rispondere dei loro errori.

La "necessità" del voto assembleare è da rinvenirsi tanto nell'allarga-

mento in atto dei doveri di diligenza degli amministratori quanto nella volontà di evitare conflitti di interesse tra amministratori e soci, esattamente come accaduto per il *say on pay*.

Sul clima, il tema del potenziale conflitto di interesse potrebbe essere ancora più rilevante che nella remunerazione: gli amministratori, infatti, potrebbero, anche in ragione della durata del mandato, non avere interesse ad elaborare strategie di così lungo periodo (2030 e 2050).

Quindi, proprio perché agli amministratori è attribuito il compito ma anche il dovere di valutare se e come l'impresa sarà capace di competere sul mercato in scenari futuri per preservare sia il valore dei capitali investiti sia la loro capacità di continuare a generare reddito, non solo è lecito ma forse, come sembrerebbe dall'evoluzione normativa in atto, sarà anche obbligatorio che siano gli investitori a valutare queste strategie e gli investimenti necessari che consentiranno all'impresa di restare sul mercato.

Vedremo a breve quale sarà la tendenza, prima che le nuove norme siano efficaci, e quante società sottoporranno, nella prossima stagione assembleare, proposte su piani di transizione climatica e quali e quante delle informazioni descritte verranno riportate.

## ATTUALITÀ

*Banca d'Italia: pubblicato un Aggiornamento delle “Disposizioni di vigilanza per le banche”*

Il 40° Aggiornamento delle “Disposizione di vigilanza per le banche” riguarda le seguenti modifiche della Parte Prima, Titolo IV:

- Capitolo 4 (*Il sistema informativo*);
- Capitolo 5 (*La continuità operativa*).

Le modifiche danno attuazione agli “*Orientamenti sulla gestione dei rischi relativi alle tecnologie dell’informazione (ICT) e di sicurezza*” (EBA/GL/2019/04) emanati dalla European Banking Authority (EBA).

Infine sono stati effettuati alcuni interventi di raccordo e aggiornamento dei riferimenti interni alla Sezione I del Capitolo 3 (*Il sistema dei controlli interni*) della Parte Prima, Titolo IV delle Disposizioni. Le banche saranno tenute ad adeguarsi alle medesime entro il 30 giugno 2023.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/aggiornamenti/Aggiornamento-n.40-del-2-novembre-2022.pdf>*

\* \* \*

*Banca d'Italia e CONSOB: sottoscritto protocollo d'intesa riguardo autorizzazione al ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*

Banca d'Italia e CONSOB hanno stipulato un protocollo d'intesa relativamente all'art. 17, par. 5, MAR che prevede che, ai fini di preservare la stabilità del sistema finanziario, un emittente che sia un ente creditizio o un altro istituto finanziario vigilato possa ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, previa autorizzazione da parte dell'autorità competente e sotto la propria responsabilità.

CONSOB può autorizzare il ritardo quando siano soddisfatte le seguenti condizioni:

- la comunicazione delle informazioni privilegiate comporti il rischio di compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario
- sia nell'interesse pubblico ritardare la comunicazione
- sia possibile garantire la riservatezza delle informazioni

CONSOB è tenuta a richiedere un parere alla Banca d'Italia, che a sua volta deve dare riscontro alla richiesta di consultazione.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Protocollo\\_MAR\\_20220725.pdf?pk\\_campaign=EmailAlertBdi&pk\\_kwd=it](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Protocollo_MAR_20220725.pdf?pk_campaign=EmailAlertBdi&pk_kwd=it)*

\* \* \*

*Banca d'Italia, CONSOB e IVASS: richiamo di attenzione all'applicazione dei nuovi principi contabili*

Publicato un comunicato congiunto per richiamare l'attenzione delle imprese che redigono il bilancio d'esercizio o consolidato in ossequio ai principi contabili internazionali IAS/IFRS, e che dal 1° gennaio 2023 inizieranno ad applicare l'IFRS 17 "Contratti Assicurativi" e all'impresa di assicurazione che, dalla medesima data, cominceranno ad adottare anche l'IFRS 9 "Strumenti finanziari".

Il richiamo fa riferimento al principio contabile internazionale IAS 8 "Principi contabili, cambiamenti nelle stime contabili ed errori", paragrafo 30 che richiede a un'impresa di fornire informazioni quando ha in corso l'implementazione di un nuovo principio contabile emesso ma non ancora entrato in vigore. Infatti, il paragrafo 30, lettera *b*) richiede che l'impresa fornisca "informazioni conosciute o ragionevolmente stimabili, rilevanti per valutare il possibile impatto che l'applicazione del nuovo Principio o della nuova Interpretazione avrà sul bilancio dell'entità nell'esercizio di applicazione iniziale".

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/regolamenti/2007/n07/Informativa\\_sulla\\_transizione\\_IFRS\\_17\\_e\\_IFRS\\_9.pdf](https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/regolamenti/2007/n07/Informativa_sulla_transizione_IFRS_17_e_IFRS_9.pdf)*

\* \* \*

*Assolombarda: ha pubblicato proprie linee guida all'applicazione della tassonomia nelle aziende*

Assolombarda si è posta l'obiettivo di accompagnare le imprese nella comprensione dei profondi cambiamenti che stanno interessando il sistema economico e di aiutarle ad orientarsi nel nuovo panorama disegnato dal legislatore europeo, sia per prepararsi agli adeguamenti che già oggi sono richiesti loro dal sistema finanziario, bancario e assicurativo, sia per affrontare le richieste dei bandi PNRR per quanto riguarda l'assolvimento del principio di non arrecare un danno significativo all'ambiente "Do No Significant Harm" (DNSH) di provenienza tassonomica.

Le linee guida sono rivolte a tutte le imprese (incluse le PMI, da sempre protagoniste della scena economica nazionale): da quelle che devono già oggi rispettare gli obblighi normativi connessi alla tassonomia; a quante intendono avviare un percorso di adeguamento preventivo e "volontario" pur non essendo oggi destinatarie di obblighi puntuali; alle organizzazioni che cercano indicazioni per essere in grado di avvantaggiarsi in anticipo rispetto ai propri

competitor delle opportunità di finanziamento connesse all'implementazione della tassonomia; alle aziende, infine, che guardano ai bandi PNRR.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.assolombarda.it/servizi/ambiente/documenti/le-linee-guida-per-lapplicazione-della-tassonomia-in-azienda/>*

\* \* \*

*CONSOB: ha pubblicato un nuovo Quaderno di Finanza sostenibile*

CONSOB ha pubblicato un Quaderno intitolato “*Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*”.

Il lavoro analizza le caratteristiche individuali che si associano all'interesse verso gli investimenti sostenibili così come rilevato nelle indagini 2019 e 2021 dell'Osservatorio CONSOB su 'Approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'.

L'interesse risulta positivamente correlato con molteplici aspetti, tra cui:

— il livello di istruzione e la solidità della situazione economico-finanziaria;

— le conoscenze percepite degli investimenti sostenibili, le conoscenze finanziarie e quelle digitali; tratti individuali come le *social preferences*; l'attitudine al *financial control*;

— l'esperienza in materia di investimenti e il possesso di un portafoglio diversificato.

Viceversa, l'interesse risulta correlato negativamente con l'età, l'avversione al rischio, il possesso di liquidità.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/documents/1912911/1972319/fs3.pdf/6b7beb4d-28a4-5f9b-d0d8-36989a4e40b8>*

\* \* \*

*Banca d'Italia: pubblicato un Aggiornamento delle “Disposizioni di vigilanza per le banche”*

Il 41° Aggiornamento delle “Disposizione di vigilanza per le banche” riguarda le seguenti modifiche:

— Capitolo I, Titolo II, della Parte Prima, che contiene le disposizioni in materia di “*Riserve di capitale*”

— Capitolo 13 della Parte Seconda, che contiene le disposizioni aventi ad oggetto “*Informativa al pubblico*”

Le modifiche hanno lo scopo di recepire gli Orientamenti emanati dalla

European Banking Authority (EBA), che modificano gli orientamenti in materia di precisazione degli indicatori a rilevanza sistemica e relativa informativa che modificano gli orientamenti relativi agli obblighi di informativa sulle esposizioni deteriorate e su quelle oggetto di misure di concessione.

Entrata in vigore dal 22 dicembre 2022.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/aggiornamenti/Aggiornamento-n-41-del-20-dicembre-2022.pdf>*

\* \* \*

*Assonime: pubblicato Note e Studi 1/2023 “L’evoluzione dell’organo amministrativo tra sostenibilità e trasformazione digitale”*

Sostenibilità e digitalizzazione costituiscono fattori di cambiamento culturale e operativo, che interessano tutto il mondo delle imprese, a prescindere da natura e dimensione delle stesse, e spingono l’organo amministrativo all’assunzione di nuovi compiti e responsabilità.

Il Rapporto esamina gli effetti di questa evoluzione sul consiglio di amministrazione in termini di ruolo, compiti, composizione, funzionamento, responsabilità, e ne traccia le principali linee evolutive.

Il documento si divide in tre parti. La prima parte è dedicata al tema della sostenibilità, attraverso una ricognizione della normativa e prassi vigenti e degli scenari delineati dalle nuove discipline europee in materia di *report* e *due diligence* di sostenibilità si individuano le ricadute sulla funzione amministrativa, sugli assetti organizzativi dell’impresa e sulle competenze degli amministratori. Nella seconda parte si affronta il tema della digitalizzazione. Il documento svolge una sintetica ricostruzione degli strumenti tecnologici e del loro possibile utilizzo nella gestione dell’impresa, fornendo alcune indicazioni su opportunità e rischi sottesi all’impiego delle nuove tecnologie nell’esercizio delle funzioni di amministrazione e tracciandone le ricadute sui doveri e le competenze degli amministratori. La terza parte evidenzia il legame complementare tra i due profili evolutivi e individua alcune possibili linee di indirizzo per agevolare la doppia transizione verso una gestione sostenibile e digitale.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%201%20-%202023.pdf](https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%201%20-%202023.pdf)*

\* \* \*

*Banca d'Italia: pubblicato nei quaderni "Economia e Finanza" uno studio su "ESG disclosure"*

Il lavoro sulla disclosure ESG pubblicato da Banca d'Italia a dicembre 2022:

— esamina il quadro normativo in via di finalizzazione in ambito europeo relativo agli obblighi per banche e imprese non finanziarie in materia di rischi climatici;

— illustra i requisiti informativi di "terzo pilastro" a carico delle grandi banche e di quelli previsti dalle versioni preliminari degli standard di sostenibilità in corso di predisposizione da parte dell'EFRAG (ESRS);

— riepiloga i risultati delle principali iniziative di vigilanza intraprese dalla Banca d'Italia e dalla BCE;

— sottolinea le principali sfide per il sistema bancario italiano.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.bancaditalia.it/publicazioni/qef/2022-0744/QEF\\_744\\_22.pdf?language\\_id=1](https://www.bancaditalia.it/publicazioni/qef/2022-0744/QEF_744_22.pdf?language_id=1)*

\* \* \*

*Unione Europea: pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il testo della "Corporate Sustainability Reporting Directive"*

Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea del 14 dicembre 2022 il testo della Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria sulla sostenibilità.

Nella CSRD sono presenti le seguenti novità:

— gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità sono estesi a tutte le imprese di grandi dimensioni, nonché a tutte le imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati, comprese quindi le PMI, e ad eccezione delle sole microimprese;

— nel rispetto del principio di proporzionalità, è previsto che i principi di rendicontazione di sostenibilità siano proporzionati e non comportino per le imprese interessate oneri amministrativi inutili;

— i principi di rendicontazione di sostenibilità devono tener conto delle esigenze degli utenti, non gravando di oneri sproporzionati in termini di sforzo e costi le imprese tenute alle comunicazioni sulla sostenibilità e le altre imprese indirettamente interessate nell'ambito della catena del valore delle prime.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>*

\* \* \*

*Comitato per la Corporate Governance: pubblicata la Relazione sulla evoluzione della Corporate Governance delle società quotate*

Il Comitato, costituito dalle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria), degli investitori professionali (Assogestioni) e Borsa Italiana, ha approvato la sua undicesima relazione annuale contenente il decimo rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina. Il Presidente del Comitato ha inviato la propria lettera annuale alle società quotate, dove vengono formulate le specifiche raccomandazioni volte a rafforzare le prassi e favorire una graduale transizione al nuovo Codice di Corporate Governance.

La Relazione consta di tre parti:

- la relazione annuale 2022, contenente un'analisi delle attività svolte dal Comitato e dell'evoluzione del quadro nazionale ed europeo in materia di *governance*;
- il rapporto sull'applicazione del Codice, in cui il Comitato ha valutato l'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice stesso;
- le iniziative del Comitato per una migliore adesione al Codice.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2022.pdf>*

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

MASSIME (\*)

*Società di capitali — Società estinta — Debiti — Prova della distribuzione dell'attivo fra ex soci — Incombe sui creditori.*

In tema di effetti della cancellazione di società di capitali dal registro delle imprese nei confronti dei creditori sociali insoddisfatti, il disposto dell'art. 2495 c.c., comma 2, implica che l'obbligazione sociale non si estingue ma si trasferisce ai soci, i quali ne rispondono nei limiti di quanto riscosso a seguito della liquidazione, sicché grava sul creditore l'onere della prova circa la distribuzione dell'attivo sociale e la riscossione di una quota di esso in base al bilancio finale di liquidazione, trattandosi di elemento della fattispecie costitutiva del diritto azionato dal creditore nei confronti del socio.

*Cass. civ., Sez. VI-2, ord., 13 dicembre 2022, n. 36407 - Pres. M. Mocci - Rel. M. Mocci.*

\* \* \*

*Società — Di capitali — Versamenti in “conto capitale del socio” — Natura giuridica — Conseguenze — Credito alla restituzione — Inesistenza — Cessione — Disciplina — Art. 1266 c.c. — Applicabilità.*

I versamenti “in conto capitale” del socio — a differenza dei finanziamenti in senso stretto, che comportano un diritto del socio alla loro restituzione anche se questi ceda a terzi la propria partecipazione — sono assimilabili ai conferimenti ed al capitale “di rischio” della società, così da entrare a far parte del suo patrimonio, senza che sorga alcun credito alla restituzione, che è solo eventuale, in quanto dipendente dalla condizione in cui si troverà il patrimonio sociale al momento della liquidazione e, in particolare, dalla presenza di valori sufficienti a consentire il rimborso dopo l'integrale soddisfacimento dei

---

(\*) Massime a cura di Isabella Maffezzoni.

creditori sociali. Tuttavia, ove il socio ceda a terzi, a titolo oneroso, tale inesistente credito restitutorio verso la società, il relativo contratto non è nullo per mancanza dell'oggetto, ma determina a favore del cessionario l'attribuzione della garanzia dell'esistenza del credito, di cui all'art. 1266, primo comma, c.c., essendo lo stesso tenuto al pagamento del prezzo, che non diviene indebitato.

*Cass. civ., Sez. I, ord., 17 novembre 2022, n. 33957 - Pres. C. De Chiara - Rel. M. Vannucci.*

\* \* \*

*Società — Di persone fisiche (Nozione, caratteri, distinzioni) — Società semplice — Scioglimento — Esclusione — Ad opera degli altri soci — Clausola compromissoria statutaria — Attribuzione agli arbitri del potere di decidere l'esclusione del socio — Esclusione — Devoluzione della controversia sull'opposizione alla delibera ex art. 2287 c.c. — Sussistenza — Fondamento.*

In tema di esclusione del socio dalla società di persone, la presenza nello statuto di una clausola compromissoria, non comporta l'attribuzione agli arbitri del potere di decidere l'esclusione del socio, ma solo la devoluzione a questi ultimi della cognizione sulla controversia conseguente all'adozione della delibera di esclusione, poiché la previsione di tale clausola è cosa ben diversa dalla deroga alle disposizioni di legge che, come nel caso dell'art. 2287 c.c., attribuiscono alla maggioranza dei soci determinati poteri nei confronti della minoranza, regolandone l'esercizio.

*Cass. civ., Sez. I, ord., 2 settembre 2022, n. 25927 - Pres. A. Scalfaferrì - Rel. L. D'Orazio.*

\* \* \*

*Società — Società di capitali — Società a responsabilità limitata — Recesso del socio — Cessione per atto fra vivi della quota di partecipazione al capitale — Assimilabilità — Non sussiste.*

La non assimilabilità del recesso del socio di società a responsabilità limitata alla cessione per atto fra vivi della quota di partecipazione al capitale di tale tipo di società è da confermare anche alla luce della vigente disciplina, derivata dalla riforma del 2003. Nel caso di recesso del socio (art. 2473 c.c.) il rapporto derivante dalla manifestazione di volontà del socio di esercitare il diritto di recesso a lui attribuito dallo statuto e in ogni caso dalla legge (art. 2473 c.c., comma 1, secondo periodo) è solo fra società e socio recedente anche quanto alle conseguenze patrimoniali della sua manifestazione di volontà alla società rivolta. Nel caso di cessione a terzi per atto tra vivi della quota di

partecipazione al capitale di società a responsabilità limitata (art. 2469 c.c.), il relativo contratto, cui la società è estranea, è valido e efficace fra le relative parti indipendentemente dal suo deposito presso il registro delle imprese, necessario solo per rendere il trasferimento efficace anche nei confronti della società, degli altri soci e dei terzi (art. 2470 c.c.).

*Cass. civ., Sez. I, ord., 4 ottobre 2022, n. 28717 - Pres. C. De Chiara - Rel. M. Vannucci.*

\* \* \*

*Società — Di persone fisiche (Nozione, caratteri, distinzioni) — Società semplice — Rapporti fra soci — Amministrazione — Socio amministratore — Irregolarità o illiceità nella gestione — Esclusione dalla società — Ammissibilità — Fondamento.*

Il cumulo delle qualifiche di socio e di amministratore non impedisce che le irregolarità o le illiceità commesse dall'amministratore determinino, non solo la revoca del mandato e l'esercizio dell'azione di responsabilità, ma anche l'esclusione da socio per violazione dei doveri previsti dallo statuto a tutela delle finalità e degli interessi dell'ente.

\* \* \*

*Società — Di persone fisiche — (Nozione, caratteri, distinzioni) — Società in accomandita semplice (Nozione, caratteri, distinzioni) — Norme applicabili — Delibera di esclusione del socio accomandatario che abbia l'amministrazione della società — Conseguenze.*

In tema di amministrazione nella società in accomandita semplice, per effetto della regola per cui l'amministratore non può che essere un socio accomandatario, l'eventuale esclusione di questi dalla società, non diversamente da qualsiasi altra causa di scioglimento del rapporto sociale, automaticamente comporta anche la cessazione dalla carica di amministratore.

*Cass. civ., Sez. I, ord., 5 settembre 2022, n. 26059 - Pres. A. Scalfaferrì - Rel. L. D'orazio.*

\* \* \*

*Arbitrato — Compromesso e clausola compromissoria — Atto costitutivo di società — Clausola compromissoria — Ambito operativo — Controversie tra soci e quelle tra società e soci — Azione di responsabilità promossa dal socio*

*contro l'amministratore — Esclusione — Qualità di socio dell'amministratore — Irrilevanza.*

La clausola compromissoria inserita nell'atto costitutivo di una società, che preveda la possibilità di deferire agli arbitri le controversie tra i soci e quelle tra la società e i soci, non include anche l'azione di responsabilità *ex art. 2476 c.c.* promossa dal socio nei confronti dell'amministratore, essendo irrilevante che quest'ultimo sia anche socio della società.

*Cass. civ., Sez. I, ord., 10 novembre 2022, n. 33149 - Pres. F.A. Genovese - Rel. R. Caiazza.*

\* \* \*

*Società — Di persone fisiche (Nozione, caratteri, distinzioni) — Società irregolare e di fatto — In genere — Domanda di riconoscimento di socio di fatto — Successiva proposizione di una domanda di riconoscimento di socio accomandante occulto — Novità della domanda — Esclusione — Fondamento — Fattispecie.*

La proposizione della domanda di riconoscimento della qualità di socio accomandante occulto rispetto a quella di riconoscimento della qualità di socio di fatto, originariamente proposta, non integra una inammissibile domanda nuova, poiché la "causa petendi" è costituita in entrambi i casi dall'accertamento del rapporto sociale, indipendentemente dalla sua esteriorizzazione nei confronti dei terzi. (Nella specie, la S.C. ha ritenuto non ricorrere il vizio di ultrapetizione nella sentenza di appello che aveva affermato la sussistenza di una società di fatto, laddove la parte attrice aveva, in primo grado, allegato l'esistenza di una società convenzionalmente occultata mediante la dissimulazione di una impresa individuale intestata ad uno dei soci).

*Cass. civ., Sez. I, ord., 5 settembre 2022, n. 26133 - Pres. A. Scaldaferrri - Rel. M. Amatore.*

\* \* \*

*Associazione non riconosciuta — Svolgimento di attività commerciale — Società di fatto — Sussistenza — Fondamento.*

La perdita della natura decommercializzata dell'attività svolta dagli enti collettivi non societari costituiti nelle forme dell'associazione non riconosciuta e la conseguente qualificazione dell'attività dall'associazione svolta quale attività commerciale comporta, ove la stessa attività venga svolta da più associati in comune tra loro, la qualificazione dell'ente collettivo quale società di fatto e la conseguente applicazione del regime di trasparenza agli associati che siano qualificabili quali soci della medesima società di fatto.

*Cass. civ., Sez. V, 11 gennaio 2023, n. 546 - Pres. E. Bruschetta - Rel. F. D'Aquino.*

\* \* \*

*Società — Società di capitali — Società a responsabilità limitata — Sede — Sede effettiva — Nozione — “Sede amministrativa” risultante dal registro delle imprese — Corrispondenza — Fattispecie.*

Con riferimento alle persone giuridiche, l'espressione “sede amministrativa” risultante dal registro delle imprese è idonea ad esprimere sinteticamente il concetto di sede effettiva, che si identifica con il luogo deputato o stabilmente utilizzato per l'accentramento dei rapporti interni e con i terzi in vista del compimento degli affari e della propulsione dell'attività dell'ente e nel quale, dunque hanno concreto svolgimento le attività amministrative e di direzione dell'ente ed ove operano i suoi organi amministrativi o i suoi dipendenti. (Nella specie, la S.C., pronunciandosi in sede di regolamento di competenza, ha ritenuto che questa fosse stata correttamente individuata dall'attore, ai sensi dell'art. 19 c.p.c., con riferimento al luogo in cui la società convenuta aveva una sede amministrativa, secondo le risultanze del registro delle imprese).

*Cass. civ., Sez. VI, 13 dicembre 2022, n. 36350 - Pres. E. Scoditti - Rel. G. Cricenti.*



# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSALE

## IL MODELLO FRANCESE DI ALLERTA: SPUNTI DI RIFLESSIONI SUL MODELLO ITALIANO ALLA LUCE DELLA DIRETTIVA *INSOLVENCY*

di TIZIANA GHIOTTO

### 1. I termini della questione e la comparazione come scelta metodologica.

In un recente lavoro di respiro monografico, ho avuto modo di esaminare i contenuti fondamentali della Direttiva UE 2019/1023 (il cui termine per il recepimento era fissato al 17 luglio 2021) <sup>(1)</sup>, che riprende i contenuti della precedente direttiva UE 2017/1132, in cui a livello comunitario si tentava di dare uniforme regolamentazione ai temi della ristrutturazione e dell'insolvenza. La nuova direttiva, peraltro, si pone in linea di continuità con il regolamento n. 848/2015 sull'insolvenza, dedicato alla risoluzione dei conflitti di giurisdizione e alla legislazione in materia di procedure transfrontaliere, specificamente nella parte in cui garantisce il riconoscimento delle sentenze in materia d'insolvenza in tutta l'Unione Europea. Essa mira a disciplinare i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia proprio delle medesime procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione <sup>(2)</sup>.

In quell'occasione sottolineavo come la direttiva del 2019 mirasse a garantire, alle imprese e agli imprenditori che non versassero in condizioni di estrema difficoltà, ma le cui contingenze, al contrario, facessero pronosticare

---

<sup>(1)</sup> Mi sia consentito il richiamo a T.A. GHIOTTO, *Riti processuali, giurisdizione e degiurisdizionalizzazione nella crisi e nell'insolvenza d'impresa. Aggiornato a marzo 2022 con il Decreto Legislativo in corso di approvazione recante modifiche al CCII in attuazione della Direttiva UE 2019/1023*, Pisa, 2022, 199 ss.

<sup>(2)</sup> *Ex multis*, cfr. S. BARIATTI, G. CORNO, *Il Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 relativo alle procedure di insolvenza (rifusione). Una prima lettura*, in *Ilfallimentarista.it* del 9 settembre 2015. Più di recente, L. BACCAGLINI, *Insolvenza e arbitrato in Europa*, in AA.VV., *Procedure concorsuali e arbitrato*, Torino, 2020, 255 ss.

la possibilità di una ripresa e di un allineamento nei pagamenti, l'avvio di una ristrutturazione con un grado di precocità che consentisse di evitare proprio la condizione di insolvenza: come è stato scritto, veniva auspicata la cosiddetta 'seconda possibilità' per l'azienda <sup>(3)</sup>.

La lettura compiuta dai singoli Stati membri delle indicazioni della direttiva è stata assai variegata e ha condotto ad un altrettanto ampio quadro di ipotesi di ristrutturazione, tali da scongiurare la liquidazione dell'azienda; le proposte formulate sono state, sostanzialmente, di due tipi, o si sostanziano nella continuità cosiddetta diretta, o perseguono una forma di continuità cosiddetta indiretta, attraverso, ad esempio, la vendita dell'impresa intera in un regime di *going concern* <sup>(4)</sup>. Gli strumenti per realizzare siffatti obiettivi sono la valorizzazione del ruolo dei creditori e del loro consenso e la minimizzazione dell'intervento dell'autorità giudiziaria, come previsto dal Considerando n. 29 della Direttiva UE 2019/1023.

Il 17 luglio 2021, come già accennato, ha rappresentato il *dies ad quem* per la recezione della direttiva, che è entrata in vigore dal 16 luglio 2019: gli Stati membri, come precisato dall'art. 34, paragrafo 1, devono adottare, pubblicare e comunicare immediatamente alla Commissione le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative, nonché adeguarsi alle indicazioni della direttiva medesima.

Il nostro Paese ha richiesto di potere usufruire di una proroga, determinata sia dall'emergenza scaturita dalla pandemia da Coronavirus, sia dalla necessità di coordinare i contenuti della direttiva con la previsione del nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza, in riferimento al quale, pur essendo chiara l'ispirazione comunitaria, emergono differenze importanti. In particolare, il tentativo di armonizzazione, che ancora non può dirsi completato, ma che impegnerà interpreti e operatori per i prossimi tempi, dovrà coinvolgere il corretto inserimento e la valorizzazione degli strumenti dell'allerta, che mirano a intervenire in via preventiva nella risoluzione della criticità <sup>(5)</sup>.

Sul punto, la direttiva ha un atteggiamento assai peculiare: essa, infatti, non definisce in maniera analitica le possibilità di ristrutturazione delle imprese in crisi, e neppure ne descrive un progetto omnicomprensivo: essa, piuttosto, come è stato scritto, indica un quadro complessivo di indirizzo politico ed economico, che ha l'obiettivo di garantire regole comuni a tutti gli

---

<sup>(3)</sup> Ma le analisi, anche in ambiente anglosassone, circa gli indici di insolvenza sono assai numerose. Solo a titolo esemplificativo, può essere utile ricordare A. AZIZ, D.C. EMANUEL, G.H. LAWSON, *Bankruptcy Prediction - An Investigation of Cash Flow Based Models*, in *Journal of Management Studies*, 25, n. 5, 1988, 419 ss.; P. BASTIA, *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Torino, 1996, *passim*; M. SANDULLI, *I controlli delle società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi d'impresa*, in *Il fallimento*, 2009, 1101 ss.

<sup>(4)</sup> Cfr. Ancora T.A. GHOTTO, *Riti processuali*, cit., 199 ss.

<sup>(5)</sup> Sulle interferenze tra la Direttiva UE 2019/1023 e il Codice della Crisi e dell'Insolvenza mi sia consentito ancora il rimando a T.A. GHOTTO, *Riti processuali*, cit., 199 ss. Ma si vedano anche, a titolo esemplificativo, S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2019/1023*, in *Dir. fall.*, 2019, 1262 ss.

Stati membri, perché, dinanzi alla possibilità di insolvenza, vi siano strategie comuni per il recupero delle imprese attraverso la conservazione del complesso delle attività produttive. Si tratta, come è stato scritto, di un *preventive restructuring framework*.

Nel tentativo di approfondire i profili teorici del tema e studiare le applicazioni pratiche — presenti e future — della Direttiva, ritengo che il metodo della comparazione giuridica rappresenti la via privilegiata. In particolare, come forse ben noto, è il modello statunitense e quello francese che offrono le migliori possibilità di un confronto. Ma soprattutto l'esperienza d'Oltralpe consente di svolgere considerazioni importanti, sia per la prossimità territoriale che rende particolarmente interessante il paragone, sia per le peculiarità del sistema di allerta e di prevenzione della crisi aziendale ivi maturato, nel corso dei decenni in cui la Francia è stata antesignana per l'intera Europa. La figura dell'allerta, infatti, ha le proprie origini nel sistema francese, rappresentando la *procédures d'alerte* un processo ben noto e ampiamente applicato, fin dalla riforma delle procedure concorsuali risalente al 1984 e oggetto di modifica prima nel 1995 e poi nel 2014. Nel presente lavoro si ricorderanno alcuni nodi centrali della regolamentazione francese, per ricavarne indirizzi proficui per i nostri legislatori e per i nostri giudici, nel difficile passaggio di verifica e di applicazione delle norme comunitarie al contesto italiano. Tuttavia — intendo sottolinearlo sin da subito —, in questa sede non ci occuperemo *ex professo* della lettura fornita dall'Italia alle indicazioni della direttiva UE 2019/1023, né tenteremo di cogliere le tecniche di un possibile coordinamento con la recente disciplina del Codice della Crisi e dell'Insolvenza<sup>(6)</sup>. Piuttosto, ritengo che una ricostruzione storica delle vicende pregresse, sommariamente tentata per entrambi i Paesi, possa aiutare a meglio interpretare, alla luce della *ratio* conduttrice del legislatore comunitario, i prossimi necessari aggiustamenti che entrambi gli ordinamenti potranno essere costretti a meditare.

A questo proposito, si può ricordare come già nel 2017, all'epoca del progetto di riforma delle procedure concorsuali guidato dalla Commissione Rordorf, fosse emersa l'opportunità di sollecitare nell'interprete lo svolgimento di una lettura comparatistica<sup>(7)</sup>: si guardò con attenzione all'esperienza francese, il vero punto di riferimento, e tale operazione culminò nella legge 19 ottobre 2017, n. 155, recante la « *Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza* »<sup>(8)</sup>.

<sup>(6)</sup> Cfr. P. VELLA, *L'allerta nel Codice della crisi e dell'insolvenza alla luce della Direttiva (UE) 2019/1023*, in *www.ilcaso.it*, 2019.

<sup>(7)</sup> Cfr. V. SANNA, *Concordato preventivo e contratti pendenti*, Torino, 2022, 16 ss.; 74 ss.

<sup>(8)</sup> R. RORDORF, *Le procedure concorsuali verso la riforma tra diritto italiano e diritto europeo. Atti Convegno Courmayeur 23-24 settembre 2016*, a cura di MONTALENTI, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 41, Milano, 2018, 173 ss. In generale, sul metodo della comparazione, A. GUARNIERI, *Lineamenti di diritto comparato*, 7<sup>a</sup> ed., Milano, 2016, 11 ss.

## **2. L'allerta precoce nella Direttiva del 2019 e le altre indicazioni operative.**

L'istituto fondante della Direttiva *de qua* è quello dell'allerta precoce, cui si fa cenno al Considerando n. 22. Allerta precoce significa, in sostanza, l'individuazione di meccanismi di rilevazione della crisi, coincidenti, ad esempio, con la situazione del debitore che non ha effettuato alcuni pagamenti, soprattutto laddove si tratti di debiti tributari e di debiti previdenziali. La Direttiva UE 2019/1023 lascia agli Stati membri la decisione sui soggetti legittimati a gestire le allerte precoci: può trattarsi di interventi messi in atto direttamente dalle autorità pubbliche, ovvero essi possono essere affidati a entità private e le decisioni assunte dovrebbero tenere in considerazione le dimensioni dell'azienda e le loro specifiche qualità.

Se gettiamo uno sguardo all'art. 4 della Direttiva, si nota come il baricentro si sposti sulle responsabilità dello Stato membro: si prevede che, laddove vi sia un dubbio sull'insolvenza, il debitore possa accedere a un quadro di ristrutturazione preventiva che garantisca la ristrutturazione, evitando che l'azienda cada in insolvenza e preservando la struttura aziendale e il complesso imprenditoriale.

In altre parole, il quadro di ristrutturazione preventiva previsto dalla presente direttiva può consistere in una o più procedure, misure o disposizioni, alcune delle quali possono realizzarsi in sede extragiudiziale, fatti salvi altri eventuali quadri di ristrutturazione previsti dal diritto nazionale, e vede una limitata partecipazione dell'autorità giudiziaria o amministrativa nei casi in cui essa sia necessaria e proporzionata, garantendo, al contempo, la salvaguardia dei diritti delle parti interessate e dei pertinenti portatori di interessi. Il piano di ristrutturazione deve essere poi approvato dalle parti coinvolte, deve essere omologato dall'autorità giudiziaria oppure dall'attività amministrativa. Per proseguire nell'illustrazione della disciplina dettata dalla direttiva, possiamo ricordare il contenuto dell'art. 6. Si prevede, infatti, che il debitore possa avvantaggiarsi della sospensione delle azioni esecutive individuali, nell'intento di raggiungere l'obiettivo della ristrutturazione preventiva: la ristrutturazione deve ricomprendere tutti quanti i crediti, sia quelli coperti da garanzia sia i crediti privilegiati.

## **3. La prevenzione della crisi di impresa. L'esempio della Francia.**

Scegliere come termine di comparazione l'esperienza della Francia significa, altresì, avviare la riflessione dal primo Paese che optato per una disciplina che scinde l'imprenditore dall'impresa. Il cambiamento ha anche una veste terminologica, perché, con la *loi* 13 luglio 1967, n. 67-563, si assiste alla sostituzione dell'espressione « *droit des faillites* », con la più moderna espres-

sione, cui già si è accennato, « *droit des entreprises en difficulté* »<sup>(9)</sup>. Il punto di vista è cambiato e si è focalizzato sull'impresa, che, laddove sia in condizioni di criticità, viene messa nelle condizioni di risanamento. E, infatti, la finalità viene individuata nella volontà di « *éliminer les entreprises économiquement condamnées* »; nello stesso tempo, però, non si vuole colpire con il marchio dell'infamia l'imprenditore o, come si legge nella loi, « *les dirigeants qui ne l'ont pas mérité* »<sup>(10)</sup>.

La formulazione definitiva della procedura d'allerta francese risale al 1984, dopo decenni di sperimentazione, in cui un indiscutibile punto di svolta è rappresentato dal cosiddetto *rapport Sudreau*, presentato il 7 febbraio 1975 e così denominato in onore di Pierre Sudreau, sindaco della città di Blois, già ministro durante il governo di Charles de Gaulle, al quale venne affidato il delicato incarico di presiedere il *Comité pour l'étude de la réforme de l'entreprise*, formato da personalità eminenti dotate di peculiari esperienza, professionalità e sensibilità. Il Comitato, alla luce di un'accurata disamina delle caratteristiche della società e della vita commerciale, avrebbe dovuto fornire i punti cardinali per una riforma progressiva delle procedure concorsuali francesi. Tra i dieci capitoli che costituivano la seconda parte del Progetto realizzato dal Comitato, spiccava un ottavo capitolo dedicato alla *Prévention des difficultés des entreprises*. In esso si individuavano gli strumenti utili a prevenire le crisi delle società, nonché a superare, anche terminologicamente, la definizione di 'fallimento' che, nella prassi, si mostrava un deterrente per gli imprenditori, i quali, nel timore di macchiarsi dell'infamia della decozione, preferivano occultare le difficoltà economiche e finanziarie dell'impresa<sup>(11)</sup>. Il *rapport Sudreau* non ebbe un immediato successo: omettendo le vicende parlamentari e politiche che ne bloccarono l'adozione, ricordiamo solo che esso venne recepito nell'ordinamento francese con la legge n. 84-148 del 1 marzo 1984, una legge dedicata all'allerta.

Se volgiamo lo sguardo al sistema concorsuale francese, ci troviamo dinanzi, oggi, a una realtà assai variegata e complessa, che trova il proprio cuore nel libro VI del *Code de Commerce*<sup>(12)</sup>, dove è sistematicamente inserito. La storia di questa importante parte del codice mercantile ha, almeno parzialmente, anticipato l'evoluzione che, anche in Italia, ha subito il concetto di risanamento dell'impresa<sup>(13)</sup>. I primi tentativi, infatti, si mossero nel senso

(9) Cfr. Y. CHAPUT, *Droit des entreprises en difficultés et faillite personnelle*, Paris, 1996, 66.

(10) A. PELLEGGATA, *Prevenzione della crisi d'impresa e procedura di allerta*, su *Judicium* (<https://www.judicium.it/wp-content/uploads/saggi/488/Alessandro%20Pellegatta.pdf>).

(11) A. CHATRIOT, *La réforme de l'entreprise. Du contrôle ouvrier à l'échec du projet modernisateur*, in *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*, 2012, 190; G. E. COLOMBO, *Il Rapport Sudreau sulla riforma dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1975, 313; J.-M. VERDIER, *Le rapport Sudreau*, in *Revue internationale de droit comparé*, 1976, 774.

(12) Il *Code de commerce* è un antico corpus normativo, vigente sotto l'impero napoleonico e risalente al 1807, e poi progressivamente modificato al fine di dare risposta alle esigenze delle imprese.

(13) Cfr. Ad esempio, P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Torino, 2019, 195.

di favorire la sopravvivenza dell'azienda attraverso un intenso intervento della mano statale, che talvolta optava per decisioni palesemente a discapito dei diritti dei creditori. In un secondo momento, invece, mutò la prospettiva e si favorirono gli accordi tra creditori e debitori, essendo sempre più evidente la volontà di conservazione e di continuazione dell'attività aziendale. Emerse, in particolare, l'idea di prevenire la crisi, conservando tutta la struttura aziendale e i valori medesimi abbracciati dalla compagine sociale.

Le procedure di allerta si collocano in questo secondo momento di riflessione legislativa, in un quadro culturale, economico e imprenditoriale che sotto molti profili ricordava quello coevo della nostra realtà nazionale. In Francia, come in Italia, le imprese medio-piccole rappresentavano e rappresentano la platea più ampia di soggetti destinatari delle misure predittive. Il significato è ancora più intenso proprio perché i piccoli-medi imprenditori sono i soggetti che con maggiori difficoltà accedono a soluzioni tempestive della crisi: per loro è più frequente cadere nella morsa della liquidazione giudiziale.

Dal punto di vista dei soggetti legittimati a intraprendere procedure concorsuali si possono notare, invece, differenze interessanti rispetto al modello italiano. Infatti, l'ambito soggettivo in Francia è molto esteso e comprende, oltre all'imprenditore impegnato in un'attività commerciale, anche tutte le persone giuridiche, l'imprenditore commerciale, gli artigiani e l'imprenditore agricolo, nonché, in forza di una recente riforma, anche alle professioni liberali.

Il binomio entro cui si articola il *droit des entreprises en difficulté* è costituito da due termini: la *prévention* e la *détection*, da cui emerge la chiave di superamento della crisi in un momento precedente a quello esiziale dell'insolvenza. La *prévention* è l'obiettivo, mentre la *détection* è lo strumento attraverso il quale si persegue la finalità, in un sistema dall'architettura assai complessa che qui è possibile soltanto sommariamente illustrare. Attraverso la puntuale e tempestiva individuazione dei casi di difficoltà economica e finanziaria, ossia mettendo a punto sistemi di rilevazione di segnali di criticità, si tenta di prevenire la vera e propria crisi.

Dal punto di vista terminologico, il sistema francese ha introdotto l'espressione poi prescelta anche dal legislatore italiano: si parla, infatti, di *procédures d'alerte*, con la quale si fa riferimento a una variegata serie di disposizioni normative attraverso le quali soggetti differenti — sia interni che esterni alla azienda in difficoltà — vengono investiti del potere di segnalare agli organismi apicali dall'azienda, le difficoltà e i pericoli per la sopravvivenza dell'azienda. Il dato rilevante è che siffatta segnalazione avviene attraverso una procedimentazione rigida<sup>(14)</sup>.

---

<sup>(14)</sup> Si veda sul punto e per la generale impostazione del problema, anche nelle pagine seguenti, F. INNOCENTI, *Le procedure di allerta nella legislazione francese e nella prossima riforma delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza: due modelli a confronto*, in *Rivista di diritto societario*, 4/2018.

Entrambe le modalità di allerta hanno una figura centrale di riferimento: il *président du tribunal de commerce*. Costui, che riveste, comunque, un'importanza non trascurabile anche nelle ultime fasi della procedura di allerta interna, laddove debitamente coinvolto anche solo con scopi informativi dal revisore dei conti, a conclusione ed esaurimento delle dinamiche interne alla società già illustrate *supra*, è il *dominus* reale anche delle procedure di allerta esterna.

I soggetti — interni o esterni, come vedremo — sono, quindi, i protagonisti dell'allerta e su di loro incombe, in sostanza, le possibilità di sopravvivenza dell'impresa. Dalla natura dei soggetti coinvolti nell'avvio della procedura di segnalazione, si suole distinguere una *allerte interne* e una *allerte externe*.

La scelta di individuare due classi di soggetti legittimati è presente in Francia, come anche in Italia. Se l'allerta interna viene genericamente attivata da soggetti coinvolti direttamente nella gestione della procedura, le forme dell'allerta esterna sono in Francia tipizzate in due ipotesi, la prima connessa alla partecipazione dell'impresa a un *groupement de prévention agréé*, la seconda coincidente con l'attivazione della procedura da parte del presidente del *tribunal de commerce*.

In entrambi i casi, però, sono gli *chef d'entreprise* a detenere il difficile compito di rispondere alle segnalazioni provenienti dai soggetti che avviano l'allerta.

#### 4. L'allerta interna e una procedura paradigmatica riletta anche alla luce della direttiva UE 2019/1023.

Vediamo nello specifico le peculiarità delle due tipologie di allerta.

Qualora i procedimenti di allerta vengano promossi da soggetti interni all'impresa, si parla di *allerte interne*. Ma chi sono, specificamente, i soggetti legittimati a segnalare i rischi?

Si tratta, per tentare un'elencazione sommaria ma sostanzialmente comprensiva di tutte le fattispecie rilevanti, dei *commissaires aux comptes*, delle *associés des actionnaires*, e del *comité d'entreprise*.

La procedura più ricorrente e tipica è quella introdotta dai *commissaires aux comptes*, coincidenti con la figura dei nostri revisori dei conti, la cui nomina è prevista solo per determinate tipologie di impresa. La specifica posizione all'interno delle dinamiche aziendali consente a tali soggetti di avere una conoscenza approfondita della vita e delle potenzialità dell'impresa, pronosticando con un grado insuperabile di consapevolezza le possibilità di salvezza<sup>(15)</sup>. Quella introdotta dai revisori dei conti è stata per molto tempo

<sup>(15)</sup> Cfr. C. SAINT-ALARY.HOUIN, *Droit des entreprises en difficulté*, 11<sup>a</sup> ed., Issy-les Mou-

considerata la ‘regina’ delle misure di allerta interna, coinvolgendo soggetti paragonabili ai nostri revisori legali dei conti.

Costoro hanno l’obbligo di dichiarare l’allerta per tutti i soggetti imprenditoriali che versino nel rischio di compromissione della continuità imprenditoriale (« *continuité de l’exploitation* »), presupposto oggettivo comune a tutti quanti i soggetti che possono essere sottoposti alla procedura. Solamente in due ipotesi essi sono esonerati dall’obbligo di segnalazione: si tratta delle ipotesi previste dagli artt. L. 234-4 e L.612-3, comma 6 del *Code du commerce* <sup>(16)</sup>.

A mero titolo esemplificativo, esaminiamo quanto il codice del commercio contiene, agli articoli L. 612-1 e L. 612-4, in riferimento alla disciplina specifica per le *sociétés anonymes* <sup>(17)</sup>. Si legge che i *commissaires aux comptes* sono tenuti a segnalare ai dirigenti (anzi, più precisamente al presidente del consiglio di amministrazione o al direttore generale) nell’esercizio delle proprie funzioni, i fatti che possano compromettere la *continuité de l’exploitation*. Per questo tipo di procedura, l’articolazione è in quattro atti, esattamente come avviene per le imprese pubbliche, con una modalità più complessa rispetto a quella che si applica per gli altri tipi di impresa. Ci soffermeremo sommariamente sul primo atto, nel tentativo di focalizzare la peculiare natura ‘confidenziale’ del momento introduttivo dell’allerta interna.

Il momento iniziale è rappresentato dalla rilevazione, da parte del *commissaire aux comptes* dei « *faits de nature à compromettre la continuité de l’exploitation* », già più volte menzionati, così come previsto dall’art. L.234-1 del Codice di commercio. Di tale situazione egli dà tempestiva indicazione al presidente del consiglio di amministrazione o a quello del *directoire* <sup>(18)</sup>. Entro quindici giorni dalla data di ricevimento della comunicazione, i dirigenti devono comunicare ai *commissaires aux comptes* modi e tempi attraverso i quali ritengono di potere garantire la *continuité de l’exploitation*. Nello svolgimento dell’operazione devono offrire un’analisi puntuale e completa della situazione aziendale. Tutta questa prima fase ha natura informale ed è relegata alla comunicazione tra revisori e dirigenti, senza coinvolgimento della compagine sociale e neppure dei lavoratori (cfr. il cosiddetto *comité sociale et économique*): si vuole valorizzare, almeno nell’esordio della proce-

---

lineaux, 2018, 112; T. MONTERAN, *La procédure d’alerte filante des commissaires aux comptes issue de la loi de simplification du droit*, in *Gaz. Pal.*, 2011, 7 ss.

<sup>(16)</sup> La prima ipotesi si configura nel caso di « *loi de sauvegarde des entreprises* », con cui ci si riferisce alla *loi* 26 luglio 2005, n. 2005-845, che è una *procédure de sauvegarde*, cioè procedura concorsuale avente natura giudiziaria che può essere avviata solamente su istanza del debitore, laddove ravvisi difficoltà economiche insuperabili perché di grave entità e sempre che ancora non si versi in uno stato di insolvenza. Il secondo caso, invece, si configura laddove si apra un procedimento di *conciliation*, accordo di natura informale e, ovviamente, stragiudiziale, che mira a realizzare un accordo tra debitori e creditori.

<sup>(17)</sup> Per un generale inquadramento sulla natura di tali società, cfr. C. RESTEAU, *Traité des sociétés anonymes*, 1, Éditions H. Swinnen, 1981, *passim*.

<sup>(18)</sup> Più precisamente, l’art. R.234-1 indica la modalità con la quale il revisore dei conti deve comunicare ai dirigenti la situazione. Per assolvere con certezza all’oner probatorio, è richiesto l’invio di una lettera raccomandata con avviso di ricevimento.

dura, una comunicazione tecnica e fattiva, evitando di suscitare preoccupazioni in capo a quello che, almeno in parte, rappresenta il ceto creditorio.

I dirigenti, dal canto loro, sono tenuti a un comportamento caratterizzato da collaborazione: essi, non appena avvertano la possibilità di cadere nella rete dell'insolvenza, sono chiamati alla migliore tutela degli interessi dei creditori, dei soggetti che detengono il capitale e di tutti coloro che rappresentano interessi rilevanti per la compagine sociale. Il sistema francese incontra, in siffatta prospettiva una completa coincidenza con i contenuti della direttiva UE 2019/1023, laddove, al capo V, oltre alle previsioni ora ricordate, si aggiunge espressamente che debbano evitare condotte che, per dolo o colpa grave, mettano a rischio la sostenibilità economica dell'impresa (la cosiddetta « *viability* ») <sup>(19)</sup>.

Dedichiamo solo poche riflessioni alle società commerciali diverse da quelle anonime, per le quali la procedura è più snella. Infatti, se rimane ferma la modalità di segnalazione al dirigente, da parte del revisore dei conti, con lettera raccomandata con avviso di ricevimento, dell'evento potenzialmente in grado di mettere a rischio la continuità aziendale, e se rimane identico il termine di quindici giorni entro il quale il dirigente deve trasmettere al *commissaire aux comptes* gli opportuni chiarimenti <sup>(20)</sup>, cambia la platea dei destinatari: una copia della domanda del revisore e della risposta del dirigente deve essere trasmessa, nelle stesse forme ed entro lo stesso termine di quindici giorni, al summenzionato *comité sociale et économique*. Contestualmente, il *commissaire* provvede, entro il termine di quindici giorni, anche in assenza di replica del dirigente, a informare il presidente del tribunale di commercio tramite lettera raccomandata con avviso di ricevimento. Che cosa accade nell'ipotesi in cui il dirigente non risponda, oppure dia risposte ritenute dal revisore non sufficientemente chiare ed esaurienti? In tale ipotesi, il *commissaire aux comptes*, verificata la persistente compromissione della *continuité de l'exploitation*, redige un rapporto speciale e, entro quindici giorni, invita il dirigente tramite lettera raccomandata a convocare, entro otto giorni, un'assemblea generale. Un copia di tale rapporto speciale viene trasmesso anche al presidente del tribunale di commercio e costui è chiamato a pronunciarsi sugli elementi rilevatori della crisi così individuati <sup>(21)</sup>.

È la *loi* 1° marzo 1984, n. 84-148 ad avere chiarito quale sia lo scopo della procedura: istaurare un dialogo produttivo di effetti con gli *chef d'entreprise*, dialogo che in una fase iniziale può risultare limitato alla sfera di attività dell'impresa e che solo in un secondo momento, laddove necessario, può essere

<sup>(19)</sup> Cfr. S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella direttiva del parlamento europeo e del consiglio 2019/1023*, in *Rivista di diritto societario*, 6/2019, *passim*.

<sup>(20)</sup> Ai sensi dell'art. R.234-6 del *Code de commerce*.

<sup>(21)</sup> M.-H. MONSIERE-BON, *Entreprise en difficulté: détection des difficultés*, in *Rép. com. Dalloz*, 2012, *passim*.

esteso alla fase giudiziale, coinvolgendo il presidente del tribunale di commercio.

## 5. L'allerta esterna: il controllo esogeno sulla vita dell'impresa.

Esaurito l'esame delle procedure di allerta interna, occorre procedere con lo studio dei due peculiarissimi meccanismi di allerta esterna, analizzando, in primo luogo, la scarna disciplina prevista con riferimento all'allerta dei *groupement de prévention agréé* e, in secondo luogo, la *procédure* posta in essere direttamente dal presidente del tribunale di commercio: i soggetti esterni sono il *Tribunal de Commerce* (se l'impresa è commerciale) o *de Grand Instance* (se si tratta di un'impresa civile). In questa seconda evenienza, è l'art. L.611-2, par. I, comma 1 del *Code de commerce* a disporre che i dirigenti possano essere convocati dal presidente del tribunale, nel caso in cui risulti che una società commerciale, un *groupement d'intérêt économique* o un'impresa individuale, che eserciti un'attività commerciale o artigianale, versi in « *difficultés de nature à compromettre la continuité de l'exploitation* », così come risulti da qualunque « *acte, document ou procédure* ».

La procedura che con maggiore frequenza si riscontra nella prassi francese è la procedura che viene attivata, in via autonoma, dal Presidente del Tribunale e che trae la propria origine da una prassi sviluppatasi nei Tribunali di Commercio delle grandi città, laddove, nella disciplina precedente alla riforma del 1984, i magistrati avevano tra le proprie funzioni quella di fornire assistenza e consulenza di natura economica e giuridica alle imprese che versassero in situazioni di criticità. Si è creato e progressivamente affermato un sistema che prevede l'attività di osservatori, veri e propri sportelli della prevenzione aziendale, cui prendono parte imprenditori di spicco e personaggi rilevanti nel mondo della pubblica amministrazione, aventi la funzione di analizzare i documenti informativi di natura contabile e di renderli disponibili alle imprese.

L'attività di segnalazione spetta ai *groupement de prévention agréé*, in evenienze in cui il presidente del tribunale del commercio detiene un autonomo potere di convocazione dei dirigenti innanzi a sé. La natura dell'incontro è informale e ha lo scopo di vagliare la situazione dell'impresa<sup>(22)</sup>. La creazione dei *groupement de prévention agréé* (disciplinati dall'art. L.611-1, comma 2 del *Code de commerce*) è stata immaginata per garantire l'emersione della crisi in un momento di assoluta precocità. Nello specifico, all'imprenditore non è richiesta solamente una tenuta della contabilità regolare, ma anche un'adeguata conoscenza e valorizzazione della stessa. Dal canto loro, i *groupement de prévention agréé* hanno lo scopo di garantire alle imprese che

<sup>(22)</sup> A. LIENHARD, *Procédures collectives*, in *Rec. Dalloz*, Dalmas, 2021; I. ROHART-MESSAGER, *La prévention-détection par les présidents des tribunaux de commerce*, in *Gaz. Pal.*, 2010, 5 ss.

a loro si rivolgono una prospettiva chiara e analitica della situazione economica e finanziaria in cui versano e che gli stessi membri devono con regolarità trasferire alla Corte.

Il comma 3 dell'art. L.611-1 del *Code de Commerce* contiene la vera e propria procedura, in una versione assai poco regolamentata. Si segnala, infatti, che i *groupement de prévention agréé* hanno il compito di prendere in esame le informazioni più importanti relative alla situazione economica, evidenziando ai dirigenti gli « *indices de difficultés* ». Nel caso in cui lo ritengano utile, possono suggerire che vi sia l'intervento di un esperto che collabori al risanamento delle criticità: tuttavia, nulla è specificato per quanto attiene ai modi di nomina dell'esperto e neppure in riferimento alle specifiche caratteristiche che gli dovrebbero garantire effettività nel fornire ausilio all'imprenditore. Ma quel che più spicca come caratterizzante la procedura *de qua* è il fatto che l'impresa in difficoltà non abbia alcun obbligo di seguire le indicazioni fornite dal *groupement de prévention agréé*, potendo anche autonomamente decidere di privilegiare altre soluzioni per risollevare la società in crisi.

Ma vi è di più. Il *groupement de prévention agréé* non ha alcun interlocutore ulteriore rispetto all'imprenditore, cui lo lega una *obligation de confidentialité*, in forza della quale egli è, altresì, tenuto al segreto professionale, mentre sono solo i dirigenti a potere decidere a quali soggetti debbano essere estese le informazioni riguardanti la società. Più nello specifico, se è pacifico non vi siano obblighi di comunicazione degli esiti dell'indagine al presidente del tribunale di commercio, più dubbio è in letteratura se la riservatezza debba essere mantenuta laddove il *comité sociale et économique* e i soci ne facciano richiesta. In tale modo si consoliderebbe un meccanismo in cui il potere di allerta passa agli organismi interni della società.

## 6. Alcune osservazioni conclusive.

La sommaria descrizione dell'esempio francese, anche alla luce della disciplina del Codice della Crisi e dell'Insolvenza come oggi ha visto la luce nel nostro ordinamento, consente di verificare le differenze tra tale modello e quello italiano, differenze che emergono più rilevanti rispetto alle analogie tra i due ordinamenti <sup>(23)</sup>.

Più precisamente, si tenterà ora di proporre una lettura sinergica tra le tre discipline oggetto delle suesposte riflessioni, ossia la *procédure d'alerte* francese, il Codice della Crisi e dell'Insolvenza italiano (che, invero, abbiamo mantenuto maggiormente sullo sfondo) e la direttiva Ue n. 1023/2019. Dagli esempi proposti in maniera analitica, si può trarre un'indicazione sintetica di

---

<sup>(23)</sup> Si legga per un esame dei principi generali del Codice della Crisi e dell'Insolvenza, anche alla luce della direttiva comunitaria, M. FABIANI, *Introduzione ai principi generali e alle definizioni del codice della crisi, Il Fallimento*, 10/2022.

questo tipo: la direttiva comunitaria ha preso spunto dalla più risalente procedura francese e questa è la chiave che permette di valutare in maniera completa il tentativo italiano di dare risposta alle direttive comunitarie per il tramite dell'esperienza maturata Oltralpe. Non vi è dubbio che, nella storia della procedura civile nostrana, le diverse commissioni — sia la Commissione Trevisanato che la già menzionata Commissione Rordorf, che, in ultima istanza, la Commissione Pagni — abbiano tratto ispirazione dal modello francese e dal binomio *prévention-détection*, ma, almeno poi nell'ultimo frangente storico di ricezione della materia, abbiano svolto scelte autonome, finalizzate a valorizzare l'impegno. Ad esempio, viene ripresa dall'ordinamento francese l'impostazione in forza della quale l'imprenditore deve essere indotto, anche se non sottoposto a una precisa coercizione, ad assumere iniziative per il caso in cui i soggetti — interno o esterni — abbiano segnalato i problemi dell'impresa, superando così, anche attraverso l'eliminazione dello spettro del termine 'fallimento', la normale ritrosia ad ammettere, dinanzi a terzi e a creditori, la necessità di un'operazione di risanamento.

La volontà precipua, inoltre, è stata nel senso di rendere di natura privatistica e negoziale la regolamentazione di una disciplina che rischiava di presentarsi come eccessivamente pubblicistica e pubblicocentrica, con evidenti possibili conseguenze in termini di celerità della procedura.

Una prima distinzione è immediata e segna un discrimine importante rispetto alla terminologia consueta al mondo francese. Mi riferisco alla scelta di eliminare le misure di allerta, sostituendole con lo strumento della composizione negoziata della crisi, già prevista dal decreto legge n. 118/2021. Inoltre, occorre tenere presente come il testo definitivo abbia portato alla eliminazione, nel Titolo II, non solo degli indicatori della crisi, ma anche dell'intervento del Pubblico ministero e dell'OCRI, come meglio si illustrerà *infra*.

Un primo punto che vale la pena sottolineare attiene al profilo soggettivo di applicazione delle procedure che, per ora, seppur con una certa approssimazione che deriva dalla consapevolezza dell'abolizione della figura nel nostro ordinamento, continueremo a definire di allerta<sup>(24)</sup>. Per quanto riguarda il modello francese, nelle pagine precedenti è stato sottolineato un dato che vale la pena richiamare. Se è vero che in Francia, come in Italia, l'imprenditoria è basata soprattutto su enti di piccole dimensioni, l'atteggiamento dei due legislatori è stato assai differente. In Francia la procedura di allerta è stata intesa come generalizzata, applicabile a tutte le imprese, siano esse organizzate in forma individuale o in forma collettiva, e senza distinzione a seconda della tipologia di attività esercitata. Diversamente, nel sistema italiano (dopo una discussione circa l'opportunità di includere tra le imprese sottoponibili a tali procedure anche le società quotate in borsa o in un altro

---

<sup>(24)</sup> Sulla "vita breve e tormentata" delle "famigerate procedure d'allerta" sia consentito rimandare a L. DORINI, *La Composizione Negoziata della Crisi: primi dati a un anno dall'introduzione*, in <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/12/05/composizione-negoziata-crisi/>.

mercato regolamentato), si è preferito ammettere alla procedura soltanto imprese di piccole e medie dimensioni. Si è voluto, in tal modo, proteggere l'imprenditore individuale, spesso organizzato in forme di attività a conduzione familiare, dall'onta di dichiarare la propria insolvenza, dotando anche la piccola realtà imprenditoriale di un assetto organizzativo e normativo, amministrativo e contabile<sup>(25)</sup>, che potesse rendere tempestiva la prevenzione della crisi, attraverso un efficiente sistema di *early warning*<sup>(26)</sup>: a tale proposito, si è coniata la definizione di pre-crisi<sup>(27)</sup>.

Se poi guardiamo nello specifico le procedure di allerta — interna ed esterna —, e in particolare i presupposti oggettivi di sottoposizione alle misure predittive, notiamo come i due Paesi abbiano deciso di procedere con modalità diverse, pur essendo entrambe rientranti nel quadro delle possibilità riconosciute dalla direttiva (UE) 2019/1023, che all'art. 2, comma 2, lett. b) che inserisce il concetto di « probabilità di insolvenza », rimettendone la regolamentazione analitica ai singoli Stati.

La scelta italiana è riversata negli articoli del Codice della Crisi e dell'Insolvenza che intervengono sul concetto che prima era di 'crisi' e ora è più efficacemente definito di 'pre-crisi', precedente alla crisi in senso stretto, e sulle modalità per prevenire che essa degeneri nell'insolvenza. Si può ricordare come la 'crisi' fosse percepita come quella difficoltà di fare fronte ai flussi di cassa, spesso coincidente con quello stato di squilibrio che, verosimilmente, se non arginato, poteva divenire insolvenza. Si rileva opportuno chiarire il quadro normativo oggi vigente, richiamando una nozione di crisi (e/o precrisi) che anticipa ulteriormente l'efficacia dell'indagine diagnostica, al fine di prevenire eventi fatali per l'azienda, e che letteralmente recita (modificando il testo previgente in conseguenza del decreto legislativo 17 giugno 2022, n. 83), che la crisi debba intendersi come lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con diversi gradi di intensità, attraverso l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi. È la prospettiva di valorizzazione del

<sup>(25)</sup> A. PANIZZA, *Adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili: aspetti (teorici ed) operativi*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 11 agosto 2021, 16 ss.; G. BIANCHI, *Assetti organizzativi, amministrativi e contabili*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2020, 149 ss.; P. BASTIA - E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione della crisi: tra principi generali e scienza aziendale*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2020, 359 ss.

<sup>(26)</sup> Cfr. A. GUIOTTO, *La nuova "allerta" nella declinazione degli assetti organizzativi*, in *Il Fallimento*, 10/2022; S. LEUZZI, *La scommessa dell'allerta: inquadramento, regole, criticità*, in M. FABIANI - S. LEUZZI, *La tutela dei creditori tra allerta precoce e responsabilità*, in *Foro it.*, Speciale 2, 2021, 27.

<sup>(27)</sup> Tra le prime pronunce che hanno utilizzato il concetto di precrisi (accanto a quello di crisi in senso stretto e di insolvenza), si può ricordare Tribunale Bergamo, 25 maggio 2022, in *IlSocietario.it*, 26 agosto 2022, *Ilfallimentarista.it*, 31 agosto 2022 ("In tema di composizione negoziata, le misure protettive previste dall'art. 7 d.l. n. 118/2021 possono essere concesse alle imprese che si trovino in stato di precrisi, di crisi, come definita dall'art. 2 c.c.i., ed anche in stato di insolvenza, purché reversibile (nel caso di specie, "il Tribunale ha confermato le misure protettive, supportato dal parere dell'Esperto secondo cui la società ricorrente, attraverso il procedimento previsto dal d.l. n. 118/20121, può ragionevolmente perseguire il proprio risanamento").

*forward looking* nell'ambito della valutazione della crisi, insieme all'elemento tecnico della dichiarata caratterizzazione finanziaria esplicita, ottenuta con il richiamo ai flussi finanziari, a portare all'elaborazione della nozione giuridica di crisi.

Dunque, dopo avere provveduto a definire il concetto di crisi, il nostro legislatore ha scelto di individuare i parametri che illustrino, alla luce delle scritture contabili, la reale situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa in difficoltà, segnalando i motivi di criticità evidenti e tentando di salvaguardare, in qualunque operazione, la continuità aziendale. È cambiato l'intervallo temporale di riferimento, perché esso si riferiva, nella previgente previsione dell'art. 13 CCI, ai sei mesi precedenti, mentre oggi, ai sensi dell'art. 2 CCI, si è raddoppiato, riferendosi, appunto a un periodo di dodici mesi <sup>(28)</sup>.

Il legislatore ha, poi, disciplinato i segnali dell'allerta, previsti dall'art. 3, comma 3 e 4, CCI: su di essi ci si soffermerà tra poco, ma vale la pena dedicare preliminarmente qualche riflessione ai commi 1 e 2 del medesimo articolo. La rubrica della disposizione è eloquente: "Adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa" e il testo del comma 1, dedicato all'imprenditore individuale recita: "*L'imprenditore individuale deve adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte*". La necessità di osservare un tempismo nella rilevazione delle criticità emerge sia dall'avverbio '*tempestivamente*' che dall'espressione '*senza indugio*'. Il comma 2 è dedicato, invece, all'imprenditore collettivo: "*L'imprenditore collettivo deve istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative*".

La lettura del comma 3 aiuta a comprendere il concetto di precrisi, perché prevede che, allo scopo di rilevare tempestivamente l'emersione della crisi d'impresa, le misure di cui al comma 1 e gli assetti di cui al comma 2 debbano consentire di: a) rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore; b) verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi e rilevare i segnali di cui al comma 4; c) ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'articolo 13, al comma 2, nella sua nuova versione <sup>(29)</sup>.

<sup>(28)</sup> Art. 2 CCI: Definizioni. 1. Ai fini del presente codice si intende per: a) "crisi": lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi; b) « insolvenza »: lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni; ...

<sup>(29)</sup> Art. 13, comma 2, CCI. Istituzione della piattaforma telematica nazionale e nomina dell'esperto. Sulla piattaforma sono disponibili una lista di controllo particolareggiata, ade-

Il comma 4 del medesimo art. 3 CCI, poi, ci offre gli elementi sulla base dei quali effettuare la valutazione del rischio. Sono, infatti, quattro i segnali dai quali emergerebbe il rischio. Si tratta: 1) dell'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno trenta giorni, pari a oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni; 2) dell'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno novanta giorni, di ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti; 3) dell'esistenza di esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualunque forma, purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni; 4) dell'esistenza di una o più delle esposizioni debitorie previste dall'articolo 25-*novies*, comma 1<sup>(30)</sup>.

La scelta francese, come ampiamente illustrato, è stata differente, perché in nessun modo si tenta di definire che cosa sia crisi, ma si incaricano i revisori dei conti di segnalare i « *faits de nature à compromettre la continuité de l'exploitation* ». Ma che cosa si deve intendere con l'espressione *continuité de l'exploitation*? Si tratta di una espressione dotata, nel linguaggio d'Olttralpe, di una forte componente contabile, ma che può agevolmente accostarsi al concetto anglosassone del *going concern*, motivo ispiratore, come abbiamo già segnalato, della direttiva UE 2019/1023. L'allerta, quindi, rimane un

---

guata anche alle esigenze delle micro, piccole e medie imprese, che contiene indicazioni operative per la redazione del piano di risanamento, un test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento e un protocollo di conduzione della composizione negoziata accessibili da parte dell'imprenditore e dei professionisti dallo stesso incaricati. La struttura della piattaforma, il contenuto della lista di controllo particolareggiata, le modalità di esecuzione del test pratico e il contenuto del protocollo sono definiti dal decreto dirigenziale del Ministero della giustizia adottato ai sensi dell'articolo 3 del decreto-legge 24 agosto 2021, n. 118, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 ottobre 2021, n. 147.

<sup>(30)</sup> Art. 25-*novies* CCI. Segnalazioni dei creditori pubblici qualificati. 1. L'Istituto nazionale della previdenza sociale, l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro, l'Agenzia delle entrate e l'Agenzia delle entrate-Riscossione segnalano all'imprenditore e, ove esistente, all'organo di controllo, nella persona del presidente del collegio sindacale in caso di organo collegiale, a mezzo di posta elettronica certificata o, in mancanza, mediante raccomandata con avviso di ricevimento inviata all'indirizzo risultante dall'anagrafe tributaria: a) per l'Istituto nazionale della previdenza sociale, il ritardo di oltre novanta giorni nel versamento di contributi previdenziali di ammontare superiore: 1) per le imprese con lavoratori subordinati e parasubordinati, al 30 per cento di quelli dovuti nell'anno precedente e all'importo di euro 15.000; 2) per le imprese senza lavoratori subordinati e parasubordinati, all'importo di euro 5.000; b) per l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro, l'esistenza di un debito per premi assicurativi scaduto da oltre novanta giorni e non versato superiore all'importo di euro 5.000; c) per l'Agenzia delle entrate, l'esistenza di un debito scaduto e non versato relativo all'imposta sul valore aggiunto, risultante dalla comunicazione dei dati delle liquidazioni periodiche di cui all'articolo 21-bis del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122, di importo superiore a euro 5.000 e, comunque, non inferiore al 10 per cento dell'ammontare del volume d'affari risultante dalla dichiarazione relativa all'anno d'imposta precedente; la segnalazione è in ogni caso inviata se il debito è superiore all'importo di euro 20.000; d) per l'Agenzia delle entrate-Riscossione, l'esistenza di crediti affidati per la riscossione, autodichiarati o definitivamente accertati e scaduti da oltre novanta giorni, superiori, per le imprese individuali, all'importo di euro 100.000, per le società di persone, all'importo di euro 200.000 e, per le altre società, all'importo di euro 500.000.

concetto ampio e ampia rimane la sua applicazione, scevra dalla verifica di requisiti soggettivi e oggettivi.

Decidere quale sia la scelta migliore tra quelle operate dai due Paesi è complesso; tuttavia, non si può tacere come la prassi dimostri che, talvolta, gli squilibri di natura economica, finanziaria o patrimoniale abbiano una matrice estranea all'azienda medesima, sicché poco può talvolta fare l'imprenditore in termini di ristrutturazione aziendale.

Che strada ha percorso il legislatore comunitario? Sembra avere adottato la strategia del legislatore francese, e l'ispirazione sembrerebbe emergere proprio nella complessa trafila che ha condotto alla direttiva UE 2019/1023 del 20 giugno 2019. Infatti, dopo un'iniziale posizione incerta, con l'art. 4 della Direttiva citata, espressamente dedicato alle procedure di allerta, si è eliminato qualunque requisito dimensionale, pur prevedendosi, nel considerando 22, che agli Stati membri sia riservato il compito di ancorare le procedure di allerta precoce a requisiti dimensionali delle aziende. A entrambi gli Stati, dunque, la Direttiva UE sembrerebbe imporre un'attività di adeguamento. L'Italia ha tentato, con gli ultimi aggiornamenti del codice, di realizzare una modifica, allo scopo di ricomprendere nella disciplina *de qua* non solo le piccole aziende, ma anche quelle dotate di una maggiore articolazione e difficoltà. L'ordinamento francese, dal canto proprio, non potrà disconoscere l'invito comunitario (del Considerando n. 22) a precisare quali siano le diverse tipologie di impresa coinvolte nell'allerta precoce, non essendo più sufficiente il silenzio della legge in materia e non potendosi più demandare alla sola giurisprudenza la risoluzione dei problemi di natura applicativa <sup>(31)</sup>.

---

<sup>(31)</sup> F. MACORIG-VENIER, *Alerte du comité d'entreprise: périmètre élargi de l'alerte déclenchée dans une filiale*, in *RTD Com.*, 2017, 169; A. DONNETTE-BOUSSIERE, *Droit d'alerte du comité d'entreprise au sein d'une filiale: la société mère peut être concernée*, in *BJE*, 2017, 43 ss.; M.-J. CAMPANA, *L'impresa in crisi: l'esperienza del diritto francese*, in *Fallimento*, 2003, 978 ss.; G. COUTURIER, *Comité d'entreprise. Droit d'alerte économique. Conditions d'exercice*, in *Dir. soc.*, 2011, 342 ss.

# LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA DELLE SOCIETÀ COOPERATIVE. IL PUNTO DELLA SITUAZIONE TRA ANTICHI PROBLEMI, CRITICITÀ INSUPERATE E NUOVE REGOLAMENTAZIONI

di TIZIANA GHIOTTO

## 1. La conferma di un criterio: da una recente pronuncia della Corte Costituzionale.

È ben noto come la liquidazione coatta amministrativa rappresenti una degli strumenti peculiari di gestione dell'insolvenza, per aziende specifiche, individuate *ex lege*. Tra di esse vi sono le società cooperative, che rivestono un ruolo essenziale nel panorama economico nazionale e la cui convergenza economica negativa richiede un'attenzione peculiare, significativamente valorizzata anche dal recente Codice della Crisi e dell'Insolvenza <sup>(1)</sup>.

Tratteremo *infra* dell'impatto — non dirompente — che la nuova regolamentazione entrata in vigore il 15 luglio 2022 ha prodotto e produrrà in prospettiva futura sulla disciplina della liquidazione coatta amministrativa. Invero, scopo del presente contributo è ripercorrere alcuni momenti salienti della vicenda giurisprudenziale e legislativa connessa alla procedura, al fine di mettere in luce le criticità che ancora sussistono e che possono continuare a celarsi persino nel momento applicativo di entrata in regime dei nuovi articoli <sup>(2)</sup>. Una premessa terminologica e concettuale mi pare d'uopo: nelle

---

<sup>(1)</sup> Dare conto della varietà e della eterogeneità dei contributi maturati in questi ultimi anni sulla crisi di impresa è un'operazione destinata all'incompletezza. Segnaliamo a titolo meramente esemplificativo alcuni lavori che possono aiutare a tratteggiare un utile quadro di insieme. P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 822 ss.; G. LO CASCIO, *Crisi delle imprese, attualità normative e tramonto della tutela concorsuale*, in *Fallimento*, 2013; G.B. PORTALE, *Verso un "diritto societario della crisi"?*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, 1 ss.; O. CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi tra passato e futuro*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 33 ss.; R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile e dannosa?*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 1280 ss.; A. NIGRO, *Il "diritto societario della crisi": nuovi orizzonti?*, in *Rivista delle Società*, 2018, 1207 ss.; E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, Milano, 2020, 290 ss.; N. MICHELI, *Il ruolo dei soci nelle procedure di composizione della crisi e dell'insolvenza*, in *Rivista delle Società*, fasc. 4, 2021, 830 ss.

<sup>(2)</sup> Significativo è leggere F. TOMASSO, *La liquidazione coatta amministrativa tra prospettive di sostanziale abrogazione e criticità odierne*, in *Il Fallimentarista*, 2016, 1113.

prossime pagine, parleremo della legge fallimentare, utilizzando, non di rado, il verbo al tempo presente. La scelta è stata determinata dal fatto che, per il regime transitorio previsto dal nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza, in alcune fattispecie si ricorre ancora alla previgente regolamentazione. Basti pensare che i ricorsi per l'accertamento dello stato di insolvenza delle imprese soggette a liquidazione coatta amministrativa che siano stati depositati prima del 15 luglio 2022 sono definiti proprio sulla base delle disposizioni della legge fallimentare e pure le procedure di liquidazione coatta amministrativa delle cooperative, laddove pendenti alla data del 15 luglio 2022, sono definite dalle disposizioni della legge fallimentare. Infine, in relazione alle procedure di liquidazione coatta amministrativa, sono alle fattispecie rilevanti dal punto di vista penale quelle definite tali dalle specifiche disposizioni della legge fallimentare.

Credo che un primo punto di riflessione possa efficacemente emergere da una recente pronuncia della Corte Costituzionale, che, sollecitata dal tribunale di Udine, ha dichiarato infondata l'eccezione di incostituzionalità dell'art. 202, co. 1, l. fall., nella parte in cui prevede che il tribunale debba accertare lo stato di insolvenza di una società cooperativa in liquidazione coatta amministrativa, anche in assenza dei requisiti dimensionali richiesti per il fallimento di un'analogo società lucrativa<sup>(3)</sup>.

Ripercorriamo brevemente la vicenda processuale e i punti rilevanti in diritto. Il dubbio del giudice friulano, sollevato con un'ordinanza del 25 gennaio 2021, si riferiva al dettato dell'art. 202, co. 1, l. fall., per la parte della norma in cui si prevede che il tribunale debba pronunciare sentenza di accertamento dello stato di insolvenza della società cooperativa sottoposta a liquidazione coatta amministrativa anche in assenza dei requisiti soggettivi richiesti per la dichiarazione del fallimento laddove si tratti di un'impresa costituita in altra forma giuridica e, in particolare, nella forma di una società lucrativa (con finalità opposta a quella mutualistica propria delle cooperative)<sup>(4)</sup>.

La posizione assunta nel ricorso può essere così sintetizzata: la cooperativa si presentava a un livello inferiore alla soglia prevista *ex lege* per le società lucrative, sicché l'accertamento giudiziario dello stato di insolvenza sarebbe stato precluso per un'azienda con scopo non mutualistico con le medesime caratteristiche. In particolare, poi, la previsione dell'art. 202 l. fall. collocherebbe l'accertamento dello stato di insolvenza in un momento successivo all'apertura della liquidazione coatta amministrativa; ricordiamo che

---

<sup>(3)</sup> Si tratta di Corte Costituzionale, 12 aprile 2022, n. 93, in *Diritto & Giustizia* 2022, 14 aprile.

<sup>(4)</sup> Riportiamo il testo dell'articolo. Art. 202, co. 1, l. fall.: "Se l'impresa al tempo in cui è stata ordinata la liquidazione, si trovava in stato d'insolvenza e questa non è stata preventivamente dichiarata a norma dell'art. 195, il tribunale del luogo dove l'impresa ha la sede principale, su ricorso del commissario liquidatore o su istanza del pubblico ministero, accerta tale stato con sentenza in camera di consiglio, anche se la liquidazione è stata disposta per insufficienza di attivo".

l'art. 195 l. fall. <sup>(5)</sup>, dal canto suo, prevede l'accertamento nell'ipotesi in cui non sia ancora aperta la liquidazione coatta amministrativa. La norma, a detta del giudice *a quo*, si porrebbe in violazione degli artt. 3 e 45 della Costituzione. Si tratterebbe, infatti, di una previsione priva di una chiara *ratio* e, soprattutto, palesemente in contrasto con il trattamento favorevole che la nostra Carta Costituzionale garantisce al movimento cooperativistico. È proprio le peculiarità della forma cooperativa divengono il primo argomento prescelto dalla Consulta per sostenere l'infondatezza della questione: si afferma, infatti, chiaramente, nella sentenza n. 93/2022, che la disciplina sulla dichiarazione di insolvenza non è incostituzionale. Più precisamente, ribadiamo quanto poc'anzi affermato, ossia che, a parere della Corte Costituzionale, non vi sarebbe dubbio di legittimità circa l'art. 202, co. 1, l. fall., nella parte in cui prevede che il tribunale debba pronunciare sentenza di accertamento dello stato di insolvenza della società cooperativa sottoposta a liquidazione coatta amministrativa, anche in assenza dei requisiti soggettivi richiesti per la dichiarazione del fallimento di un imprenditore costituito in altra forma giuridica e, in particolare, di una società lucrativa. La Corte precisa, infatti, che le soglie fissate dagli artt. 1, co. 2, e 15, co. 9, l. fall., concernono la dichiarazione di fallimento, mentre l'art. 202 della medesima legge riguarda la dichiarazione di insolvenza, e l'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza di una società in liquidazione coatta amministrativa non può essere efficacemente messo a paragone con la dichiarazione di fallimento.

Emerge un'importanza specifica della pronuncia del giudice delle leggi, che ribadisce e declina per un caso specifico un principio emergente dal medesimo dettato costituzionale (specificamente dall'art. 45 Cost.), che eleva

---

<sup>(5)</sup> Art. 195 l. fall. Accertamento giudiziario dello stato d'insolvenza anteriore alla liquidazione coatta amministrativa. 1. *Se un'impresa soggetta a liquidazione coatta amministrativa con esclusione del fallimento si trova in stato di insolvenza, il tribunale del luogo dove l'impresa ha la sede principale, su richiesta di uno o più creditori, ovvero dell'autorità che ha la vigilanza sull'impresa o di questa stessa, dichiara tale stato con sentenza. Il trasferimento della sede principale dell'impresa intervenuto nell'anno antecedente l'apertura del procedimento, non rileva ai fini della competenza.*

2. *Con la stessa sentenza o con successivo decreto adotta i provvedimenti conservativi che ritenga opportuni nell'interesse dei creditori fino all'inizio della procedura di liquidazione.* 3. *Prima di provvedere il tribunale deve sentire il debitore, con le modalità di cui all'articolo 15, e l'autorità governativa che ha la vigilanza sull'impresa.* 4. *La sentenza è comunicata entro tre giorni, a norma dell'articolo 136 del codice di procedura civile, all'autorità competente perché disponga la liquidazione o, se ne ritiene sussistenti i presupposti, l'avvio della risoluzione ai sensi del decreto di recepimento della direttiva 2014/59/UE. Essa è inoltre notificata, affissa e resa pubblica nei modi e nei termini stabiliti per la sentenza dichiarativa di fallimento.* 5. *Contro la sentenza predetta può essere proposto reclamo da qualunque interessato, a norma degli articoli 18 e 19.* 6. *Il tribunale che respinge il ricorso per la dichiarazione d'insolvenza provvede con decreto motivato. Contro il decreto è ammesso reclamo a norma dell'articolo 22.* 7. *Il tribunale provvede su istanza del commissario giudiziale (6) alla dichiarazione d'insolvenza a norma di questo articolo quando nel corso della procedura di concordato preventivo di un'impresa soggetta a liquidazione coatta amministrativa, con esclusione del fallimento, si verifica la cessazione della procedura e sussiste lo stato di insolvenza. Si applica in ogni caso il procedimento di cui al terzo comma.* 8. *Le disposizioni di questo articolo non si applicano agli enti pubblici.*

le società cooperative a figure speciali nel panorama economico nazionale. Ma vi è di più. Il ragionamento della Corte Costituzionale racchiude in sé un importante criterio ermeneutico, perché individua nella natura mutualistica delle cooperative, contrapposta a quella lucrativa delle altre società commerciali, l'elemento idoneo a giustificare l'applicazione di discipline differenti. Sia nelle fattispecie fisiologiche, dunque, che in quelle patologiche, il generico richiamo a una parità di trattamento tra operatori economici non può superare le peculiarità anzidette<sup>(6)</sup>.

## 2. La valorizzazione dell'elemento concorsuale nelle vicende della liquidazione coatta amministrativa delle cooperative.

Come risaputo, la nuova disciplina dell'insolvenza ha tentato di spostare il baricentro della vita societaria verso la ricerca di modalità che siano in grado di garantire la sopravvivenza dell'impresa, piuttosto che dirigerla verso la liquidazione. È la novità prospettica più rilevante del nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza<sup>(7)</sup>, che si declina in maniera specifica anche per le società cooperative.

Tuttavia (e non certo in contraddizione con tale finalità), la concorsualità rimane un cardine della procedura, ispiratrice anche di pronunce recenti, che hanno valorizzato la ricerca della *par condicio creditorum* nella gestione di una liquidazione coatta amministrativa. Gli esempi di tale impostazione, nella prassi, sono numerosi. La Corte di Appello di Milano, con la sentenza n. 2494 del 15 luglio 2022, ha avuto modo di affermare che qualsiasi credito nei confronti di un'impresa in liquidazione coatta amministrativa deve essere fatto valere in sede concorsuale. Più precisamente, il giudice del gravame ha

<sup>(6)</sup> Solo per completezza, si segnala come alla Consulta siano spesso indirizzate richieste di valutazione di presunte violazioni di norme costituzionali. Di recente è stato il tribunale di Udine a ritenere non manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale delle norme regionali che hanno disposto la liquidazione di un consorzio, ente pubblico economico, nelle forme della liquidazione coatta amministrativa, e precisamente dell'art. 14, co. 5-*nonies* della legge regionale della Regione Friuli Venezia Giulia 18/1/1999 n. 3, come sostituito dall'art. 2, co. 141, lett. a) della legge regionale 11 agosto 2016 n. 14, e modificato dall'art. 64, co. 2 della legge regionale 4 agosto 2017 n. 31, in riferimento all'art. 117 co. 2, lett. l), Cost., che riserva allo Stato la potestà legislativa in materia di giurisdizione e norme processuali nonché di ordinamento civile (cfr. Tribunale di Udine, 10 dicembre 2020, in *Ilfallimentarista.it*, 15 gennaio 2021).

<sup>(7)</sup> Che il punto di vista della risalente legge fallimentare fosse differente, si evince anche, in via meramente esemplificativa, da una recente pronuncia della Corte di legittimità (Cass. civ., n. 20491 del 24 giugno 2022), che ha avuto modo di affermare come, laddove la società si trovi in liquidazione, la valutazione del giudice, ai fini dell'applicazione dell'art. 5 l. fall., deve essere diretta unicamente ad accertare se gli elementi attivi del patrimonio sociale consentano di assicurare l'uguale e integrale soddisfacimento dei creditori sociali. Infatti, dal momento che l'impresa in liquidazione non è più nelle condizioni di restare sul mercato, e ha assunto, quale esclusivo obiettivo, quello di provvedere al soddisfacimento dei creditori previa realizzazione delle attività, e alla distribuzione dell'eventuale residuo tra i soci, non sarebbe più richiesto che essa disponga, come invece occorre fare quando la società si trovi in piena attività, di credito e di risorse, e quindi di liquidità, che sono gli strumenti necessari per soddisfare le obbligazioni contratte.

ritenuto che, più in generale nelle procedure concorsuali e specificamente nella liquidazione coatta amministrativa, a dovere prevalere è il principio in base al quale tutti i crediti vantati nei confronti dell'imprenditore insolvente vanno accertati secondo le norme che ne disciplinano il concorso<sup>(8)</sup>.

La valorizzazione della concorsualità era evidente anche nella funzione del curatore. È ancora una corte territoriale, quella di Firenze, ad affermare, ancora pochi mesi fa, che, in materia di liquidazione coatta amministrativa, il curatore, qualora agisca in giudizio per ottenere l'adempimento di un contratto stipulato dall'imprenditore prima del fallimento, rappresenta il fallito sprossessato, e nella sua posizione giuridica il curatore subentra, avvalendosi dei suoi diritti<sup>(9)</sup>. La conseguenza sottolineata dalla Corte d'Appello, è che, dal momento che il curatore non rappresenta la massa dei creditori (che, in qualche modo ottiene un vantaggio dal risultato pratico perseguito dal curatore medesimo) egli, nella specifica fattispecie della liquidazione coatta amministrativa, non può essere considerato terzo rispetto alla società che sta subendo la procedura concorsuale<sup>(10)</sup>.

I persistenti problemi procedurali connessi all'apertura di una liquidazione coatta amministrativa interessano anche i rapporti con i terzi, come dimostra la sentenza di un tribunale di primo grado in riferimento alla richiesta di pagamento del debito di un terzo. In tale occasione, il giudice di Lamezia Terme ha avuto modo di precisare come, nel giudizio proposto dagli organi della liquidazione coatta amministrativa, volto a ottenere la condanna al pagamento di un debito di un terzo nei confronti della società cooperativa, l'eccepibilità in compensazione di un credito dello stesso terzo verso la debitrice non sarebbe condizionata alla preventiva verifica di tale credito, sempre che tale eccezione sia fatta valere nella forma della eccezione riconvenzionale<sup>(11)</sup>.

D'altra parte, anche ai fini dell'individuazione del *dies a quo* per la decorrenza degli interessi moratori la procedura concorsuale presenta criticità, recentemente oggetto di una interessante pronuncia di legittimità. Mi riferisco a quanto si può leggere nell'arresto n. 16548, dell'11 giugno 2021, a

<sup>(8)</sup> La conseguenza, nel caso di specie, è che la domanda avanzata dal creditore in sede di cognizione ordinaria, se viene proposta prima dell'inizio della liquidazione coatta amministrativa, diviene improcedibile. Peraltro, tale improcedibilità sussiste in ogni stato e grado del giudizio, anche in Cassazione: cfr. Corte App. Milano, 15 luglio 2022, n. 2494, in *Redazione Giuffrè 2022*.

<sup>(9)</sup> Si tratta di Corte Appello di Firenze, 26 maggio 2022, n. 1072.

<sup>(10)</sup> Cfr. *Redazione Giuffrè 2022*.

<sup>(11)</sup> La Corte ha cura di precisare come, con tale forma di eccezione, si introducano richieste circoscritte alla difesa processuale (e, quindi, unicamente finalizzate a ottenere il rigetto della domanda), ma idonee ad ampliare l'oggetto della lite. Diversamente — lo ricordiamo solo per comodità del lettore, con la domanda riconvenzionale in senso stretto il convenuto domanda un vero e proprio distinto provvedimento giudiziale a sé favorevole, che gli riconosca diritti in contrapposizione a quelli richiesti dall'attore con la domanda principale. Nel caso di specie la conseguenza è che, solamente con riferimento all'eventuale eccedenza del credito del terzo verso il debitore, non potesse essere pronunciata sentenza di condanna nei confronti della procedura, dovendo per essa essere proposta un'autonoma istanza di insinuazione al passivo: Trib. Lamezia Terme, 27 gennaio 2022, n. 59, in *Redazione Giuffrè 2022*.

tenore del quale, ai fini dell'insinuazione al passivo del credito per compensi professionali, il *dies a quo* di decorrenza degli interessi moratori dovrebbe ritenersi coincidente con la data di costituzione in mora del debitore, rappresentata, a sua volta, dalla richiesta di partecipazione al concorso — nel caso di specie proprio una liquidazione coatta amministrativa — per lo stesso credito in linea capitale. La Corte di Cassazione precisa, altresì, come la prestazione principale, sin dall'origine relativa a un debito di valuta, genererebbe interessi moratori, proprio in considerazione dell'inadempimento ai sensi dell'art. 1282 c.c. (con computo in misura legale *ex art.* 1224 c.c.) e sin dalla messa in mora coincidente con la domanda d'ammissione al passivo<sup>(12)</sup>.

Ma ancora più esplicita, in materia di corso degli interessi e di rivalutazione monetaria su crediti non privilegiati, è una recente pronuncia della Corte di Cassazione a Sezioni Unite. La decisione è stata nel senso di affermare che, nella procedura di liquidazione coatta amministrativa, in forza degli artt. 55 e 201 l. fall.<sup>(13)</sup> (nonché dell'art. 83, co. 2, d.lgs. n. 385 del 1993<sup>(14)</sup>), il corso di interessi e di rivalutazione monetaria sui crediti non assistiti da privilegio debba arrestarsi alla data del provvedimento che, disponendo la liquidazione, apre il concorso fra i creditori<sup>(15)</sup>. Il momento dell'apertura del concorso della procedura rappresenta il punto di equilibrio tra le esigenze di tutela sia degli interessi dei creditori della società cooperativa che versi in una situazione di difficoltà, sia degli interessi di rango pubblico che emergono in maniera specifica quando la crisi investa un ente dotato di una finalità ulteriore rispetto a quella dei privati. La volontà legislativa di indicare un discrimine è segnalata dalla medesima denominazione, che conserva la scelta di qualificare — ancora nel recentissimo Codice della Crisi e dell'Insolvenza — la liquidazione delle cooperative come 'coatta' e 'amministrativa', distinguendosi così dalla procedura liquidativa di *ius commune*, che è una liquidazione 'giudiziale'<sup>(16)</sup>.

<sup>(12)</sup> Cass. Civ., 11 giugno 2021, n. 16548, in *Giustizia Civile Massimario 2021 e ilfallimentarista.it*, 15 febbraio 2022, con nota di G. LAZOPPINI.

<sup>(13)</sup> Art. 55 l. fall. Effetti del fallimento su crediti pecuniari. *La dichiarazione di fallimento sospende il corso degli interessi convenzionali o legali, agli effetti del concorso, fino alla chiusura del fallimento, a meno che i crediti non siano garantiti da ipoteca, da pegno o privilegio, salvo quanto è disposto dal terzo comma dell'articolo precedente. 2. I debiti pecuniari del fallito si considerano scaduti, agli effetti del concorso, alla data di dichiarazione del fallimento. 3. crediti condizionali partecipano al concorso, a norma degli articoli 96, 113 e 113 bis. Sono compresi tra i crediti condizionali quelli che non possono farsi valere contro il fallito, se non previa escussione di un obbligato principale.* Art. 201 l. fall. Effetti della liquidazione per i creditori e sui rapporti giuridici preesistenti. *Dalla data del provvedimento che ordina la liquidazione si applicano le disposizioni del titolo II, capo III, sezione II e sezione IV e le disposizioni dell'art. 66. 2. Si intendono sostituiti nei poteri del tribunale e del giudice delegato l'autorità amministrativa che vigila sulla liquidazione, nei poteri del curatore il commissario liquidatore e in quelli del comitato dei creditori il comitato di sorveglianza.*

<sup>(14)</sup> Art. 83, co. 2, d.lgs. n. 385/1993. Effetti del provvedimento per la banca, per i creditori e sui rapporti giuridici preesistenti.

<sup>(15)</sup> Cass. civ., Sez. Un., 9 giugno 2021, n. 16084, in *Giustizia Civile Massimario 2021*.

<sup>(16)</sup> R. RORDORF, *Prime osservazioni sul codice della crisi e dell'insolvenza*, in *I contratti*, 2019, *passim*; F. LAMANNA, *Il nuovo Codice della Crisi dell'Impresa e dell'Insolvenza* (I), in *Il*

### 3. La perdita delle capacità e la sorte delle vicende processuali. I dubbi della precedente regolamentazione.

Quanto accennato nel paragrafo precedente già consente di cogliere le criticità ancora persistenti in una procedura la cui ibrida natura — pubblica e privata, con un evidente squilibrio a favore della prima — determina dubbi procedurali<sup>(17)</sup>. A proposito dei rapporti tra giudizi diversi, merita di essere ricordata una pronuncia della Corte d'Appello di Palermo del 2021, che propende per un'interpretazione estensiva dell'art. 95 della legge fallimentare<sup>(18)</sup>. Ci si riferisce a una versione della norma precedente rispetto alla modifica apportata dal d.lgs. n. 5/2006, e specificamente dall'art. 80<sup>(19)</sup>, e il giudice di Seconda cure ha optato per un'interpretazione estensiva, che porterebbe all'applicazione, anche nel caso in cui il fallimento o la procedura di liquidazione coatta amministrativa sopraggiungessero alla sentenza di rigetto, anche parziale, della domanda formulata da un qualunque creditore. Per evitare il passaggio in giudicato della sentenza, l'unica possibilità residua sarebbe l'impugnazione della medesima domanda, accogliendo un accorgimento coerente con il principio di ragionevole durata del processo espresso dall'art. 111 Cost.<sup>(20)</sup>.

---

*Civilista*, Milano, 2019, 23 ss.; BONFANTE, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. La liquidazione coatta amministrativa*, in *Giur. it.*, 2019, 1943.

<sup>(17)</sup> Sulla complessa natura della liquidazione coatta amministrativa, cfr. M. FABIANI, *Il diritto della crisi e dell'insolvenza*, Bologna, 2017, 543; S. AMBROSINI, *Procedure concorsuali: tipologie, caratteri e presupposti*, in *Diritto della crisi e dell'insolvenza*, a cura di Pacchi e Ambrosini, Bologna, 2020, 47 ss.; G. D'ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2021, 391 ss.

<sup>(18)</sup> Art. 95 l. fall. Progetto di stato passivo e udienza di discussione. 1. *Il curatore esamina le domande di cui all'articolo 93 e predisporre elenchi separati dei creditori e dei titolari di diritti su beni mobili e immobili di proprietà o in possesso del fallito, rassegnando per ciascuno le sue motivate conclusioni. Il curatore può eccepire i fatti estintivi, modificativi o impeditivi del diritto fatto valere, nonché l'inefficacia del titolo su cui sono fondati il credito o la prelazione, anche se è prescritta la relativa azione.* 2. *Il curatore deposita il progetto di stato passivo corredato dalle relative domande nella cancelleria del tribunale almeno quindici giorni prima dell'udienza fissata per l'esame dello stato passivo e nello stesso termine lo trasmette ai creditori e ai titolari di diritti sui beni all'indirizzo indicato nella domanda di ammissione al passivo. I creditori, i titolari di diritti sui beni ed il fallito possono esaminare il progetto e presentare al curatore, con le modalità indicate dall'articolo 93, secondo comma, osservazioni scritte e documenti integrativi fino a cinque giorni prima dell'udienza.* 3. *All'udienza fissata per l'esame dello stato passivo, il giudice delegato, anche in assenza delle parti, decide su ciascuna domanda, nei limiti delle conclusioni formulate ed avuto riguardo alle eccezioni del curatore, a quelle rilevabili d'ufficio ed a quelle formulate dagli altri interessati. Il giudice delegato può procedere ad atti di istruzione su richiesta delle parti, compatibilmente con le esigenze di speditezza del procedimento. In relazione al numero dei creditori e alla entità del passivo, il giudice delegato può stabilire che l'udienza sia svolta in via telematica con modalità idonee a salvaguardare il contraddittorio e l'effettiva partecipazione dei creditori, anche utilizzando le strutture informatiche messe a disposizione della procedura da soggetti terzi.* 4. *Il fallito può chiedere di essere sentito.* 5. *Delle operazioni si redige processo verbale.*

<sup>(19)</sup> Cfr. S. BONFATTI, *Commento all'articolo 80*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, IV edizione, II, Milano, 2018, 1082 ss.; R. CUONZO, *Commento all'articolo 80*, in *Commentario al Testo Unico Bancario*, diretto da Bonfatti, Pisa, 2021, 462 ss.

<sup>(20)</sup> La Corte prosegue osservando come, di conseguenza, la sentenza di accertamento del credito, eventualmente emessa in riforma di quella di primo grado, spiega efficacia nei confronti della procedura, allo stesso modo di quella di rigetto dell'impugnazione proposta o

L'effetto più controverso e potente della liquidazione coatta amministrativa è, probabilmente, la perdita della capacità giuridica della società. Il fenomeno determina conseguenze importanti anche in riferimento alle vicende processuali e, in una sorta di 'effetto domino' ben prevedibile, anche per i creditori della società medesima. A perdere la capacità processuale sono anche gli organi sociali dell'ente insolvente, e il dato determina l'improcedibilità, sebbene temporanea, della domanda sollevata nell'ambito del giudizio ordinario, domanda rilevabile in ogni stato e grado del processo. Si occupa della questione una recente pronuncia di merito, emessa dal tribunale di Torino (in maniera consentanea rispetto all'orientamento prevalente) preceduta da un arresto simile del tribunale di Castrovillari<sup>(21)</sup>. Invero, siffatta temporaneità sarebbe destinata a proseguire sino a che si concluda la fase amministrativa di accertamento dello stato passivo innanzi agli organi della procedura, come previsto dagli articoli 202 ss. della legge fallimentare. L'impatto di tale regolamentazione sulla compagine creditoria è assai rilevante, poiché qualunque credito nei confronti di un'impresa posta in liquidazione coatta amministrativa dovrebbe essere fatto valere in sede concorsuale, ossia nell'ambito di un regolamentato procedimento di verifica che sia affidato al commissario liquidatore<sup>(22)</sup>: il giudice — precisa il tribunale di Torino — potrà averne conoscenza in via ordinaria solo successivamente, decidendo sulle opposizioni o sulle impugnazioni dello stato passivo fissato in tale sede. Si determina, in tale modo, una situazione di improponibilità ovvero, laddove la domanda sia concretamente proposta, di improseguibilità della stessa<sup>(23)</sup>. La conclusione generale, da tenere a mente come regola ermeneutica e pratica, è che tutte le domande formulate in sede di cognizione ordinaria diverrebbero improcedibili in virtù di norme inderogabilmente poste a tutela del principio della *par condicio creditorum*<sup>(24)</sup>. Ispirata a un medesimo criterio, seppur connessa al tema endoprocessuale della domanda cd. 'super-tardiva', è una pronuncia di legittimità secondo cui, nella liquidazione coatta amministrativa, in materia di ammissione al passivo, nel caso di domanda, appunto, 'supertardiva'<sup>(25)</sup>, il mancato avviso al creditore da parte del commissario liquidatore, *ex art. 207 l. fall.*<sup>(26)</sup>, integrerebbe una causa non imputabile del ritardo per il creditore, dal momento che è onere del commissario dimostrare, ai fini dell'inammissibilità della domanda, che il medesimo

---

proseguita dal curatore in caso di accoglimento della domanda in primo grado: Corte d'Appello di Palermo, 30 dicembre 2021, n. 14411, in *Redazione Giuffrè* 2022.

<sup>(21)</sup> Tribunale Castrovillari, 5 agosto 2021, n. 850.

<sup>(22)</sup> In dottrina cfr. G. BAVETTA, *La liquidazione coatta amministrativa*, in *Le procedure concorsuali* cit.

*Procedure minori*, diretto da Ragusa Maggiore e Costa, I, Torino, 2001, 399.

<sup>(23)</sup> Tribunale Torino, Sez. Speciale impresa, 1 ottobre 2021, n. 4441, in *Redazione Giuffrè*, 2021; *IlSocietario.it*, 15 febbraio 2022.

<sup>(24)</sup> Cfr. Tribunale Torino, 17 febbraio 2021, n. 777, in *Redazione Giuffrè*, 2021.

<sup>(25)</sup> Cfr. Cass. Civ., 10 maggio 2021, n. 12336; Cass. civ., n. 7109/2020; Cass. civ., n. 4787/2020; Cass. civ., n. 30760/2019; Cass. civ., n. 10121/2019.

<sup>(26)</sup> Art. 207 l. fall.: Comunicazione ai creditori e ai terzi.

creditore abbia comunque avuto notizia dell'apertura della procedura, essendo peraltro irrilevante l'intervenuta pubblicazione in Gazzetta Ufficiale del provvedimento che ordina la liquidazione <sup>(27)</sup>.

Infine, non possiamo non ricordare l'esistenza di talune criticità della procedura della liquidazione coatta amministrativa, che ancora sollevano dubbi nella prassi applicativa, chiamata a esprimersi, ad esempio, sulla forma che deve rivestire l'atto di appello. La questione è stata affrontata, nel marzo 2022, dalla Cassazione, che ha sostenuto come, nella procedura di liquidazione coatta amministrativa, l'atto di appello debba essere formulato nella forma dell'atto di citazione, il quale deve essere notificato nel termine di quindici giorni dalla notificazione della sentenza di primo grado del tribunale fallimentare. La Corte di legittimità, invero parte da una premessa: che l'opposizione allo stato passivo della liquidazione coatta amministrativa costituisca un'azione tipica del fallimento, anche se abbia ad oggetto diritti riconducibili a rapporti di lavoro e, di conseguenza, l'atto di appello debba essere formulato con atto di citazione, nei termini sopra menzionati <sup>(28)</sup>.

#### 4. Il difficile dialogo tra le procedure.

Illustrare i rapporti tra le procedure che coinvolgono la liquidazione coatta amministrativa è operazione complicata, soprattutto per quanto attiene le società cooperative, dall'intersecarsi di momenti istruttori differenti, tra i quali spicca la vigilanza governativa e lo scioglimento per atto della pubblica autorità. La questione ha origine nella regolamentazione antecedente al 2003. In particolare, appare utile, ai fini di esemplificazione, riferirsi alla fattispecie originariamente regolata dall'art. 18, co. 1, legge 31 gennaio 1992 n. 59. Si tratta di una norma che aveva modificato il dettato dell'art. 2544 c.c., a sua volta sostituito, per opera della riforma del diritto societario del 2003, dalla previsione dell'art. 2545 *septiesdecies* c.c., secondo cui *“L'autorità di vigilanza, con provvedimento da pubblicarsi nella Gazzetta Ufficiale e da iscriversi nel registro delle imprese, può sciogliere le società cooperative e gli enti mutualistici che non perseguono lo scopo mutualistico o non sono in condizione di raggiungere gli scopi per cui sono stati costituiti o che per due anni consecutivi non hanno depositato il bilancio di esercizio o non hanno*

<sup>(27)</sup> Si tratta di Cass. civ., 29 settembre 2021, n. 26396, in *Giustizia Civile Massimario* 2021.

<sup>(28)</sup> E anche se l'art. 87 t.u.b. preveda che il giudizio di primo grado deve essere introdotto con ricorso da depositarsi nei 15 giorni: cfr. Cass. civ., 30 marzo 2022, n. 10263, *Ilfallimentarista.it*, 9 settembre 2022, con nota di M. Giorgetti. Dalle premesse illustrate in testo, la Corte fa discendere che la tardività dell'atto di appello che sia stato solo depositato nel citato termine di quindici giorni, ma notificato alla parte appellata oltre il decorso dello stesso termine (come verificatosi nel caso esaminato), senza, quindi, che — a fronte della maturazione di siffatta decadenza processuale — possa venire in rilievo l'applicabilità del principio generale (evocato con il secondo motivo) del raggiungimento dello scopo: cfr. *Diritto & Giustizia* 2022, 31 marzo.

*compiuto atti di gestione. 2. Se vi è luogo a liquidazione, con lo stesso provvedimento sono nominati uno o più commissari liquidatori*"<sup>(29)</sup>. La norma ripropone un'identica formulazione per le cause di scioglimento coattivo, mentre l'aggiunta testuale che era stata operata proprio dalla legge n. 59/1992 viene eliminata. Della questione si è occupata qualche anno fa la Corte di Cassazione, in un arresto che rivela una finalità volutamente 'correttiva' di una norma — quella appunto dell'art. 2545 *septiesdecies* c.c. — che reca in sé l'ambiguo riferimento a uno 'scioglimento di diritto'. La fattispecie coinvolge vicende precedenti al 2003, sicché la Corte si è trovata a esaminare gli effetti della norma già abrogata, precisando come essa non potesse in ogni caso interferire sulle sorti concorsuali o liquidatorie della società cooperativa. Sia fallimento che liquidazione coatta amministrativa, infatti, sarebbero state strade percorribili anche successivamente alla perdita della personalità giuridica della società a seguito dello scioglimento di diritto<sup>(30)</sup>. La Corte di Cassazione, in particolare, ha precisato il momento a partire dal quale la società avrebbe cessato di essere centro di imputazione degli atti compiuti, coincidente con la cancellazione dal registro delle imprese. Conclude la Corte che, di conseguenza, l'estinzione della cooperativa è un evento successivo all'avvenuta liquidazione dell'ente<sup>(31)</sup>. La correzione interpretativa operata dalla giurisprudenza di legittimità opera sul sintagma 'scioglimento di diritto', che sarebbe da intendersi nel senso di 'scioglimento obbligatorio': in presenza di determinate condizioni, l'autorità di vigilanza deve necessariamente provvedere a sciogliere l'ente cooperativo<sup>(32)</sup>. La conseguenza pratica di tale impostazione coinvolge i soci e i terzi, eliminando quelle situazioni di incertezza che, diversamente, si sarebbero potute creare immaginando che con lo scioglimento la società perdesse l'attitudine a essere soggetto di rapporti giuridici attivi e passivi<sup>(33)</sup>. Lo stesso orientamento è stato abbracciato dai tribunali locali: basti pensare al caso, affrontato dal giudice di Santa Maria Capua Vetere, il quale, pronunciandosi sulla reintegrazione nel posto di lavoro successiva alla pronuncia di illegittimità del licenziamento, ha affermato la proponibilità dell'azione anche nel caso in cui la cooperativa presso cui lavorava si trovasse coinvolta in una liquidazione coatta amministrativa, sempre che non fosse ancora avvenuta "la cessazione definitiva dell'attività sociale e l'azzeramento effettivo dell'organico del personale"<sup>(34)</sup>.

<sup>(29)</sup> Cfr. G. FALCONE, *La liquidazione coatta amministrativa. La riforma organica delle procedure concorsuali*, a cura di Bonfatti e Panzani, Milano, 2008, 799 ss.

<sup>(30)</sup> Sull'applicazione del criterio della prevenzione nella scelta delle procedure da seguire, cfr. B. ARMELI, *Liquidazione coatta amministrativa*, in *Il fallimentarista*, 28 maggio 2020.

<sup>(31)</sup> Cass. civ., 5 agosto 2016, n. 16535. Cfr. anche Cass. civ., 10 luglio 2009, n. 16288, in *Mass. Giur. it.*, 2009.

<sup>(32)</sup> Sulla vigilanza governativa e sulla peculiarità dell'indagine svolta nel corso della procedura, si può citare il contributo di S. PATANÈ, *La revisione cooperativa e la liquidazione coatta amministrativa*, in *Cooperative e dintorni*, n. 17, 2019, *passim*.

<sup>(33)</sup> Cons. Stato, 16 novembre 2010, n. 8066, *Rep. giur. it.*, 2010.

<sup>(34)</sup> Trib. Santa Maria Capua Vetere, 9 gennaio 2018, *Rep. Giur. it.*, 2018.

Un ultimo punto che merita rinnovato interesse è il sottile discrimine tra l'applicazione della procedura del fallimento e quella della liquidazione coatta amministrativa. A mero titolo esemplificativo, a corollario di un'ampia giurisprudenza attiva anche in sede di legittimità<sup>(35)</sup>, si è sostenuto che l'impresa sociale, che costituisce un *tertium genus* rispetto all'impresa commerciale e a quella agricola, non è fallibile, ma in caso di insolvenza è soggetta a liquidazione coatta amministrativa<sup>(36)</sup>, ai sensi dell'art. 14, co. 1, d.lgs. n. 112/2017<sup>(37)</sup>.

## 5. Le norme del Codice della Crisi e dell'Insolvenza.

Si è già ricordato in esordio del presente contributo come lo scorso 15 luglio 2022 sia entrato in vigore il Codice della crisi e dell'insolvenza: con esso sono state confermate anche le norme sulla liquidazione coatta amministrativa, ossia i nuovi artt. 293-316. Ricordiamo soltanto che, in un primo momento, a tenore della legge delega, dovevano essere escluse dalla novellazione proprio le norme relative alla liquidazione coatta amministrativa delle società cooperative.

Invero, le modifiche non sono state numerose per quanto attiene la specifica disciplina della liquidazione coatta amministrativa, ma occorre tenere presente sia esse, sia le modifiche apportate con la nuova figura della liquidazione giudiziale (con cui la procedura governativa è tenuta costantemente a confrontarsi), sia tutto l'apparato di strumenti con cui il legislatore ha inteso individuare e soccorrere le imprese laddove si ravvisi, tempestivamente, una condizione di criticità<sup>(38)</sup>.

Il nuovo testo dell'art. 2545 *terdecies* c.c. disciplina l'insolvenza della società, prevedendo che l'autorità governativa alla quale spetta il controllo sulle società cooperative — e in questo frangente storico si tratta del Ministero dello Sviluppo Economico (oggi Ministero delle Imprese e del Made in Italy) — disponga la liquidazione coatta amministrativa. Specificamente, ne risulta che in capo al Ministero delle Imprese e del Made in Italy, sussistono ad oggi, dopo l'abrogazione della lettera *b*) dell'art. 316 CCI (in seguito al d.lgs. n. 83/2022) due funzioni. Una prima funzione consiste nel ricevere dagli

<sup>(35)</sup> Cfr. ad esempio, Cass. civ., 24 marzo 2014, n. 6835.

<sup>(36)</sup> Tribunale Siracusa, sez. fallimentare, 5 maggio 2021, in *IlSocietario.it*, 22 settembre 2021.

<sup>(37)</sup> Art. 14, d.lgs. n. 112/2017. Procedure concorsuali. 1. In caso di insolvenza, le imprese sociali sono assoggettate alla liquidazione coatta amministrativa, di cui al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni.

<sup>(38)</sup> Cfr. S. BONFATTI, *La procedura di liquidazione coatta amministrativa nel fallimento e nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Aggiornato con la disciplina concernente "misure urgenti in materia di crisi di impresa e di risanamento aziendale" introdotta in via definitiva dalla legge 21 ottobre 2021, n. 147*, Pisa, 2021; G. LAZOPPINA, *La liquidazione coatta amministrativa dopo il nuovo codice della crisi. Liquidazione coatta delle banche. Liquidazione coatta delle assicurazioni private. Liquidazione coatta degli intermediari finanziari*, Pisa, 2019.

organi interni di controllo dei soggetti vigilati e dai soggetti incaricati della revisione e dell'ispezione la comunicazione dei segnali di cui all'articolo 3. Una seconda competenza consiste nel proporre domanda di accertamento dello stato di insolvenza con apertura della liquidazione coatta amministrativa <sup>(39)</sup>.

La disamina finora svolta si propone di offrire un quadro auspicabilmente chiaro, pur nella modalità cursoria, dei problemi applicativi e pratici che la procedura di liquidazione coatta amministrativa ancora sottopone all'interprete. Le linee giurisprudenziali segnalate svelano uno schema esegetico che l'interprete non può ignorare, tanto più nel momento di transizione verso l'effettiva messa a regime del nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza, che, pur nelle iniziali titubanze, nella sostanza mantiene i capisaldi concettuali del Regio Decreto del 1942. La prassi è quindi dinanzi a una nuova sfida: conservare uno schema procedurale la cui specifica natura deve essere costantemente valorizzata e, dall'altro lato, garantire una sempre maggiore tutela alle realtà cooperative che, in questo specifico momento storico, possono rappresentare, a mio parere, un importante strumento per l'economia del nostro paese.

---

<sup>(39)</sup> Art. 2545 *terdecies* c.c.: Insolvenza. *In caso di insolvenza della società, l'autorità governativa alla quale spetta il controllo sulla società dispone la liquidazione coatta amministrativa. Le cooperative che svolgono attività commerciale sono soggette anche a liquidazione giudiziale. La dichiarazione di fallimento preclude la liquidazione coatta amministrativa e il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa preclude la dichiarazione di fallimento.*

MASSIME (\*)

*GIUDIZIO AMMINISTRATIVO — Fallimento del ricorrente — Interruzione del processo — Dies a quo del termine di riassunzione.*

Qualora nel corso di un giudizio amministrativo intervenga il fallimento del ricorrente e di conseguenza l'automatica interruzione del giudizio *ex art. 43 LF*, deve ritenersi che in forza del combinato disposto degli art. 305 cpc e 80, 3°co. cod. proc. amm. la “*conoscenza legale dell'evento interruttivo*” coincida con la pubblicazione della sentenza di fallimento: da tale data, dunque, decorre il termine trimestrale per il Curatore per poter validamente riassumere il giudizio.

*TAR Campania, 27 dicembre 2022*

\* \* \*

*FALLIMENTO — Promittente acquirente ed azione ex art. 2932 c.c. — Mutamento della domanda — Credito risarcitorio — Istanza di fallimento nei confronti del promittente venditore — Ammissibilità.*

Poiché il promittente acquirente che ha agito *ex art. 2932 c.c.* può mutare la domanda di adempimento in domanda di risoluzione *ex art. 1453 c.c.*, con conseguente richiesta di risarcimento del danno, ne consegue che in questo caso egli è altresì legittimato a richiedere il fallimento del promittente venditore in forza di tale credito posto che, ai fini della domanda di fallimento, non è necessario che il credito sia fondato su titolo già definitivo.

*Corte d'Appello di Firenze, 17 novembre 2022*

\* \* \*

*FALLIMENTO — Istanza di fallimento — Prova della non fallibilità — Bilanci ultimi tre anni — Strumenti probatori diversi — Ammissibilità.*

Il debitore può dare prova della sua non fallibilità, *ex art. 1 co. 2 LF*, anche con strumenti probatori diversi dai bilanci degli ultimi tre anni previsti dall'art. 15 co. 4 LF, i quali infatti non assurgono a prova legale.

*Corte di Cassazione, 1 dicembre 2022*

---

(\*) Massime a cura di Federica Cassese.

\* \* \*

*FALLIMENTO — Vari immobili ipotecati — Creditore ipotecario di secondo grado — Tempi di vendita — Irrilevanza — Surroga.*

La soluzione dell'eventuale conflitto tra il creditore ipotecario di secondo grado o successivo e la massa dei creditori, qualora esistano una pluralità di beni ipotecati, non può dipendere solo dal tempo in cui la vendita avviene posto che i riparti *ex art. 110 LF* non possono pregiudicare i creditori incolpevoli. Ai sensi dell'*art. 2856 cc* tale creditore potrà surrogarsi nelle ragioni del creditore ipotecario già soddisfatto se nel patrimonio del debitore esistano immobili gravati da ipoteche a suo favore.

*Tribunale di Milano, 24 novembre 2022*

\* \* \*

*FALLIMENTO — Azione revocatoria ordinaria — Subentro del Curatore — Ammissibilità.*

Il Curatore, pur potendo intraprendere l'azione *ex novo*, può comunque subentrare nel giudizio con cui il singolo creditore ha esercitato una azione revocatoria ordinaria *ex art. 2901 c.c.* nei confronti del debitore *in bonis* qualora l'ampliamento degli effetti della domanda non si accompagni ad alcun sostanziale mutamento della materia del contendere; in questo caso, inoltre, resta ferma la competenza del giudice già adito stante il principio delle *perpetuatio jurisdictionis* di cui all'*art. 5 c.p.c.*

*Corte di Cassazione, 2 dicembre 2022*

# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

## PRINCIPALI NOVITÀ DELLA RIFORMA DELLA GIUSTIZIA PENALE “CARTABIA” DI PARTICOLARE INTERESSE PER IMPRESE E PROFESSIONISTI

di ROSSANA LUGLI

Il 30 dicembre 2022, con Legge n. 199/2022 di conversione (con modifiche) del D.L. n. 162 del 2022, è entrata in vigore la cd. “Riforma Cartabia” (in seguito per brevità “la Riforma”), che introduce importanti modifiche al processo penale.

L’obiettivo dichiarato della Riforma, in adesione alle richieste dell’Unione Europea ai fini della concessione dei Fondi del P.N.R.R., è la drastica riduzione del numero e della durata dei procedimenti penali nonché la semplificazione digitale.

Nello specifico, in data 27 settembre 2021, il Parlamento ha approvato la Legge n. 134/2021 di “*delega al Governo per l’efficienza del processo penale, nonché in materia di giustizia riparativa e disposizioni per la celere definizione dei procedimenti giudiziari*”, cui è stata data attuazione dal Governo con il D.Lgs. 10 ottobre 2022, n. 150, che doveva entrare in vigore il 4 novembre 2022.

Tuttavia, con l’intervento datato 31 ottobre 2022 (di cui al D.L. n. 162 del 2022) il Governo ha posticipato al 30 dicembre 2022 l’entrata in vigore della nuova normativa, permettendo così la revisione e l’integrazione della disciplina transitoria, in parte carente nell’originario provvedimento.

In questo breve commento verranno analizzate le disposizioni della riforma che, ad una prima analisi, si ritengono di particolare interesse per professionisti e Società, anche in relazione alla responsabilità degli Enti ex D.Lgs. 231/2001.

### **1. Perseguibilità a querela di alcuni reati.**

Uno degli strumenti utilizzati dalla Riforma per raggiungere gli obiettivi prefissati per la concessione dei Fondi del P.N.R.R. è rappresentato dall’esten-

sione del regime della procedibilità a querela ad alcune fattispecie di reato contro la persona e contro il patrimonio, in precedenza perseguibili d'ufficio.

Tale soluzione, è stato detto da autorevole dottrina, “*rappresenta una ragionevole strategia politico criminale, del tutto funzionale nel contesto di una riforma volta a migliorare l'efficienza del processo penale, in linea con gli obiettivi del P.N.R.R., tra cui la riduzione del 25% dei tempi medi del processo penale entro il 2026*” (1).

Per alcuni reati, di seguito evidenziati, si passa dunque dalla perseguibilità d'ufficio alla perseguibilità a querela, con la conseguente necessità, affinché si instauri un regolare procedimento penale ovvero prosegua quello già instaurato, della presentazione della querela da parte della persona offesa.

La legge delega (2) aveva individuato tendenzialmente, oltre al reato di lesioni stradali, un'area di estensione della procedibilità a querela in relazione a reati, di non particolare gravità, posti a tutela “*di beni individuali, personali e patrimoniali*” (3).

I singoli reati specificamente selezionati tramite il D.Lgs. 150/2022 “*si prestano con una certa frequenza nella prassi a condotte risarcitorie e riparatorie*”.

Una delle linee di fondo ispiratrici della Legge delega è infatti proprio quella di incentivare condotte di questo tipo ai fini dell'estinzione del reato prima della celebrazione del processo “*a beneficio dell'imputato, della vittima e del sistema giudiziario*”. La procedibilità a querela, infatti, dovrebbe incentivare proprio la riparazione dell'offesa nonché la definizione anticipata del procedimento penale attraverso la remissione della querela (4).

I fatti rientranti nelle categorie di reato oggetto di modifica mantengono quindi la loro rilevanza penale in astratto ma in concreto “*la permanenza o meno dell'illecito nella sfera del processo penale viene a dipendere, infatti, da una manifestazione di volontà della persona offesa, che si mostri tempestiva-*

(1) G. L. GATTA, *L'estensione del regime di procedibilità a querela nella riforma Cartabia e la disciplina transitoria dopo la L. n. 199/2022*, in *Sistema Penale*, 2 gennaio 2023. Non mancano invero commenti critici alla scelta legislativa: T. PADOVANI, *Riforma Cartabia, intervento sulle pene destinato a ottenere risultati modesti*, in *Guida al diritto*, 2022, 41, p. 11, secondo il quale, i pro e i contro dell'incremento dei casi di perseguibilità a querela, “*si ripropongono immutati a ogni successiva dilatazione. Da un lato, si favorisce (mediante la remissione) una composizione del conflitto in termini riparatori, più utile e significativa dell'inflizione di una pena “nominale”; dall'altro, si rischia di ostacolare la persecuzione di un reato scaturito da un conflitto interpersonale, la cui stessa persistenza può impedire la proposizione della querela. Il delitto di violenza privata, ad esempio, diviene, salvo qualche eccezione, perseguibile a querela. Poiché la condotta è costituita da una violenza o da una minaccia a fare, omettere o tollerare, non è difficile ipotizzare che il reo, se prima minacciava per passare ad es. indisturbato sul terreno altrui, perpetui e rinforzi la minaccia per dissuadere dalla presentazione della querela*”.

(2) Cfr. art. 1, comma 1, Legge Delega n. 134/2021.

(3) F. VERGINE-G. MICHELLI, *La Procedibilità a querela*, in *La Riforma Cartabia*, G. SPANGHER (a cura di), Pacini Giuridica, 2022, pp. 449-451.

(4) Cfr. *Relazione Illustrativa del Consiglio dei Ministri*, p. 487 e *Relazione del Primo Presidente della Corte di Cassazione*, inaugurazione dell'anno giudiziario 2022, p. 61.

mente ed effettivamente interessata all'accertamento di fatti e responsabilità da parte dell'autorità giudiziaria" (5).

### 1.1. Le fattispecie oggetto di modifica.

#### A. Truffa.

Il reato di truffa, previsto all'art. 640 c.p., si configura qualora un soggetto, con artifici o raggiri, inducendo taluno in errore, procura a sé o ad altri un ingiusto profitto con altrui danno.

Tale reato viene spesso in rilievo nella vita delle imprese e dei professionisti.

Si pensi ad esempio alle banche, potenzialmente destinatarie di tali condotte per la concessione di finanziamenti o mutui; ovvero ai rapporti delle Società e dei professionisti con soggetti terzi e con i dipendenti (ad esempio, l'ipotesi in cui il fornitore o il cliente di un'impresa riescano, mediante condotte truffaldine, a concludere con questa un contratto, che diversamente non sarebbe mai stato sottoscritto, c.d. truffa contrattuale) ovvero, ancora, al dipendente che ottiene una promozione o un aumento dello stipendio facendo risultare, come conclusi, accordi invece inesistenti, oppure falsificando dati contabili o finanziari.

Si aggiunga poi che il reato in oggetto (se commesso nei confronti dello Stato) costituisce presupposto della responsabilità degli enti *ex art. 24 D.Lgs. 231/2001* (quindi una Società può essere chiamata a rispondere per il reato di truffa commesso nel suo interesse o vantaggio da un soggetto alla stessa legato, sia esso in posizione apicale o subordinata).

Prima dell'entrata in vigore della Riforma Cartabia, il reato in esame era generalmente perseguibile a querela della persona offesa, salvi i casi perseguibili d'ufficio indicati nel secondo comma dell'art. 640 c.p., ovvero qualora il reato:

— fosse commesso a danno dello Stato, di un Ente Pubblico, ovvero dell'Unione Europea;

— avesse ingenerato nella persona offesa il timore di un pericolo immaginario o l'erroneo convincimento di dovere eseguire un ordine dell'autorità;

— fosse commesso in presenza della circostanza aggravante di cui all'art. 61, n. 5) c.p., cioè la c.d. minorata difesa e di quella prevista all'art. 61, n. 7), ossia il caso in cui la condotta abbia provocato un "*danno patrimoniale di rilevante gravità*".

La Riforma Cartabia ha tuttavia escluso la perseguibilità d'ufficio rispetto a quest'ultimo caso ("*danno patrimoniale di rilevante gravità*"), il più rilevante per quanto qui d'interesse, posto che spesso i procedimenti relativi

---

(5) G. L. GATTA, *L'estensione del regime di procedibilità a querela nella riforma Cartabia*, cit.

a truffe commesse a danno di Società o banche vedono contestata proprio l'aggravante del danno (e non è stata presentata querela).

Pertanto, ad oggi, nel caso in cui la truffa sia aggravata dalla particolare gravità del danno patrimoniale cagionato (art. 61, n. 7) c.p.), affinché si instauri il procedimento penale o prosegua quello in corso, occorre sempre una valida querela.

### *B. Frode Informatica.*

Il medesimo intervento ha riguardato anche il reato di frode informatica di cui all'art. 640 *ter* c.p. che punisce “*Chiunque, alterando in qualsiasi modo il funzionamento di un sistema informatico o telematico o intervenendo senza diritto con qualsiasi modalità su dati, informazioni o programmi contenuti in un sistema informatico o telematico o ad esso pertinenti, procura a sé o ad altri un ingiusto profitto con altrui danno*”.

La norma è d'interesse considerato che i tentativi di frode informatica sono una minaccia costante per la sicurezza delle imprese e dei cittadini, che sono bersaglio sempre più frequente di campagne di *phishing*, *smishing* o di vendita di prodotti contraffatti.

Inoltre, anche questa fattispecie costituisce reato presupposto della responsabilità degli enti *ex* D.Lgs. 231/2001 (sempre se commesso ai danni dello Stato, art. 24).

Anche rispetto a questo reato, generalmente perseguibile a querela della persona offesa ad eccezione dei medesimi casi previsti per la truffa, la Riforma Cartabia ha escluso la perseguibilità d'ufficio nell'ipotesi in cui sia contestata l'aggravante del danno patrimoniale di rilevante gravità.

### *C. Furto.*

Anche la perseguibilità del reato di furto previsto all'art. 624 c.p. ha subito modifiche. Si tratta di un reato molto frequente per le imprese, posto che può riguardare anche i furti in azienda (ad opera di terzi o di dipendenti) e quelli aventi ad oggetto beni immateriali (ad esempio, il *know-how*, i diritti d'autore, i *files*, i programmi informatici).

Precedentemente alla Riforma si procedeva a querela nei casi di furto “semplice” e d'ufficio in tutti i casi di furto aggravato (*ex* art. 625 c.p., ad esempio nel caso in cui il furto fosse stato commesso con violenza sulle cose o con l'utilizzo di armi, o nel caso in cui fosse commesso con destrezza).

Ora invece, a seguito della Riforma Cartabia, anche i furti aggravati sono puniti a querela della persona offesa, salvo il caso in cui quest'ultima sia incapace, per età (giovane o avanzata) o per infermità (fisica o psichica) <sup>(6)</sup>,

---

<sup>(6)</sup> Sul punto “*potrà essere d'ausilio interpretativo la nozione di “incapacità” declinata con riferimento al delitto di cui all'art. 643 cod. pen., ai fini del quale la giurisprudenza richiede che la situazione di deficienza psichica della persona offesa deve sussistere in termini obiettivi, in maniera che chiunque (senza dover ricorrere ad artifici o raggiri) possa abusarne per*

oppure qualora ricorra taluna delle circostanze aggravanti di cui all'art. 625, n. 7)<sup>(7)</sup> e 7-bis) c.p., cioè nel caso in cui l'offesa ricada sul patrimonio pubblico (ad esempio il furto commesso in pubblici uffici; su beni sottoposti a sequestro o pignoramento o su cose destinate a pubblico servizio).

Resta perseguibile d'ufficio — forse per una svista — il furto commesso su beni esposti alla pubblica fede (ad esempio su camion, automobili, motorini, o altri mezzi di trasporto parcheggiati sulla pubblica carreggiata).

#### *D. Danneggiamento.*

Punito all'art. 635 c.p., il reato di danneggiamento, è diventato perseguibile a querela della persona offesa, salva l'ipotesi in cui quest'ultima sia incapace, per età o per infermità, ovvero il danneggiamento determini l'interruzione di un servizio pubblico ovvero di pubblica necessità.

Resta invece perseguibile d'ufficio — a differenza del furto — il caso in cui il danneggiamento abbia riguardato beni esposti alla pubblica fede.

Anch'esso è rilevante per la vita delle imprese: si pensi ad esempio al danneggiamento del materiale dell'azienda o degli strumenti di lavorazione (che può anche determinare una giusta causa per il licenziamento), ed ancora il danneggiamento ad opera di terzi di mezzi di trasporto della Società.

#### *E. Minaccia, violazione di domicilio, sequestro di persona e violenza privata.*

Si tratta di reati che possono riguardare anche le Società nella loro vita interna o nei rapporti con i terzi. Si pensi ad esempio al caso di rapporti conflittuali all'interno dell'impresa, tra lavoratori oppure tra questi ed il datore di lavoro, che possono sfociare in condotte illecite.

Il reato di minaccia punito all'art. 612 c.p., a seguito della Riforma, è divenuto punibile a querela della persona offesa, salvo la ricorrenza di circostanze aggravanti ad effetto speciale<sup>(8)</sup> e nel caso in cui la persona offesa sia incapace, per età o per infermità.

La violazione di domicilio, punita all'art. 614 c.p., resta punibile d'ufficio solo qualora la persona offesa sia incapace, per età o per infermità, o nel caso in cui, per la sua commissione, vengano utilizzate armi oppure violenza contro la persona.

---

raggiungere i suoi fini illeciti (così, da ultimo, Sez. 2, n. 4592 del 15/12/2021, dep. 2022, D., Rv. 282587-01", in *Relazione dell'Ufficio del Massimario*, cit., p. 235).

<sup>(7)</sup> Il testo dell'art. 625, comma 7 c.p. prevede l'aumento della pena nel caso in cui il furto sia commesso "su cose esistenti in uffici o stabilimenti pubblici, o sottoposte a sequestro o a pignoramento, o esposte per necessità o per consuetudine o per destinazione alla pubblica fede, o destinate a pubblico servizio o a pubblica utilità, difesa o reverenza", mentre l'art. 625, comma 7-bis) c.p. prevede l'aumento di pena "se il fatto è commesso su componenti metalliche o altro materiale sottratto ad infrastrutture destinate all'erogazione di energia, di servizi di trasporto, di telecomunicazioni o di altri servizi pubblici e gestite da soggetti pubblici o da privati in regime di concessione pubblica".

<sup>(8)</sup> Si tratta di circostanze, previste dalla legge, che comportano un aumento o una diminuzione della pena superiore ad un terzo (art. 63, comma 3 c.p.).

Mentre è punibile a querela nel caso in cui la violenza sia diretta solo alle cose, ad esempio nel caso in cui venga scassinata la serratura o divelto il sistema di allarme.

Il reato di sequestro di persona, punito all'art. 605 c.p., ed il reato di violenza privata, previsto all'art. 610 c.p., diventano anch'essi perseguibili a querela salvo il caso in cui la persona offesa sia incapace, per età o per infermità.

In aggiunta, per la violenza privata, si procede d'ufficio al ricorrere delle circostanze aggravanti di cui all'art. 339 c.p. (ovvero nel caso in cui la violenza sia utilizzata durante manifestazioni in luogo pubblico, oppure vengano utilizzate armi, o ancora il reato sia stato commesso da persona travisata, o da più persone riunite).

#### *F. Lesioni stradali gravi e gravissime e lesioni personali.*

Da ultimo <sup>(9)</sup> restano da analizzare gli interventi che hanno riguardato le lesioni stradali, punite all'art. 590-bis c.p., e le lesioni personali (volontarie) di cui all'art. 582 c.p.

Anche in questo caso si tratta i reati che certamente riguardano i privati cittadini ma che possono riguardare anche la vita delle imprese. Si pensi infatti ad incidenti stradali che hanno coinvolto un lavoratore durante il suo orario di lavoro ovvero ad aggressioni fisiche subite o poste in essere dai lavoratori di un'azienda.

Il reato di lesioni stradali, con la Riforma, è diventato perseguibile a querela della persona offesa anche nel caso in cui dal sinistro stradale sia derivata una lesione grave (cioè quando abbia determinato un'incapacità di attendere alle ordinarie occupazioni per un periodo di tempo superiore ai 40 giorni oppure una malattia che metta in pericolo la vita della persona offesa), oppure una lesione gravissima (cioè se dal fatto è derivata una malattia certamente o probabilmente insanabile, la perdita di un senso, di un arto, o una mutilazione che renda l'arto inservibile, o ancora la perdita dell'uso di un organo o della capacità di procreare) <sup>(10)</sup>.

In questi casi si è ritenuta superflua l'obbligatoria celebrazione di un processo penale a prescindere dalla volontà della persona offesa che potrebbe

<sup>(9)</sup> Invero hanno subito modifiche in ordine alla procedibilità anche i reati di cui agli artt. 634, 659 e 660 c.p., di scarso interesse nel presente commento, che configurano a ben vedere reati contro la persona. Nello specifico, l'art. 634 c.p., che punisce il delitto di *Turbativa violenta del possesso di cose mobili*, viene reso interamente procedibile a querela. Così come la contravvenzione *Molestia o disturbo alle persone* (art. 660 c.p.) ovvero quella di *Disturbo delle occupazioni e del riposo delle persone* (art. 659 c.p.), però limitatamente all'ipotesi, prevista dal primo comma, in cui il fatto sia commesso nei confronti delle "persone" (non anche di spettacoli, trattenimenti o ritrovi pubblici, che restano d'ufficio).

<sup>(10)</sup> Viene così accolto il monito della Corte Costituzionale che, con sentenza n. 248/2020, aveva sollecitato il Legislatore verso "una complessa rimediazione sulla congruità dell'attuale regime di procedibilità per le diverse ipotesi di reato contemplate dall'art. 590 bis c.p.". Tali condotte hanno infatti ad oggetto la violazione di una qualsiasi regola cautelare (quindi anche non gravi) e vedono come soggetto attivo non solo il conducente di veicoli a motore ma anche colui che si trova a bordo di velocipedi.

ben essere già stata risarcita integralmente del danno dalla compagnia assicuratrice e si ritenga pertanto “soddisfatta, senza poi voler avanzare alcuna pretesa economica in sede processuale”<sup>(11)</sup>. E ciò anche in considerazione della complessità spesso degli accertamenti necessari per ricostruire la dinamica di questa tipologia di reati (con elevate spese di giustizia per periti e consulenti e per il sequestro dei mezzi coinvolti).

Restano invece punibili d'ufficio le violazioni gravi al codice della strada, che abbiano determinato l'incidente: quali la guida sotto l'effetto di sostanze alcoliche o psicotrope; il superamento di limiti di velocità in centro abitato, il sorpasso in corrispondenza di attraversamenti pedonali e l'attraversamento di incroci con semaforo rosso.

Anche il reato di lesioni personali (volontarie), di cui all'art. 582 c.p., è stato oggetto di modifica da parte della Riforma Cartabia. Sono così diventate punibili a querela della persona offesa le lesioni volontarie che abbiano cagionato una malattia con prognosi non superiore ai 40 giorni (mentre in precedenza si procedeva d'ufficio con prognosi superiore ai 20 giorni). Le lesioni inferiori ai 40 giorni diventano quindi di competenza del Giudice di Pace, con la conseguenza che nel caso di condanna potrà essere applicata solo una sanzione pecuniaria (salvo l'ipotesi sussidiarie di lavoro di pubblica utilità o di permanenza domiciliare)<sup>(12)</sup>.

Le lesioni personali restano invece perseguibili d'ufficio in tutte le altre ipotesi: quindi se superiori ai 40 giorni, ovvero negli altri casi in cui la lesione sia grave o gravissima (ad esempio perché abbia determinato la perdita di un arto o una malattia insanabile), o ancora nel caso in cui vengano utilizzate armi o altri mezzi insidiosi, oppure nel caso in cui la persona offesa sia incapace, per età o per infermità.

Non vi è stata invece alcuna modifica rispetto alle lesioni colpose gravi o gravissime commesse con violazione delle norme sulla tutela della salute e della sicurezza sul lavoro (che costituiscono anche reato presupposto della responsabilità degli enti ex D.lgs. 231/01), che restano invece perseguibili d'ufficio.

In conclusione, con la Riforma Cartabia, al fine di ridurre il numero dei processi penali, di contenere i tempi di celebrazione e di favorire forme di

<sup>(11)</sup> D. PRETI, *Procedibilità a querela*, in *La Riforma del Sistema Penale. Commento al d.lgs. 10 ottobre 2022 n. 150 (c.d. Riforma Cartabia), in attuazione della legge delega 27 settembre 2021, n. 134*, A. BASSI-C. PARODI (a cura di), Giuffrè Editore, 2022, pp. 422-423. Sul punto evidenzia che “quantomeno le ipotesi base contemplate dal primo comma esprimono un minor disvalore sul piano della condotta e sul grado della colpa, prescindendo da uno stato di alterazione psico-fisica determinato dall'assunzione di sostanze alcoliche o stupefacenti o dalla violazione di regole di condotta stradale ad alta pericolosità [...], e pertanto appaiono più compatibili con un regime di procedibilità non officioso”.

<sup>(12)</sup> *Relazione dell'Ufficio del Massimario*, cit., secondo la quale ciò in virtù della disciplina di cui all'art. 4, comma 1, lett. a) D.Lgs. 28 agosto 2000, n. 74 che attribuisce al Giudice di Pace “la competenza per le lesioni personali perseguibili a querela di parte”, p. 239 e *Relazione Illustrativa*, cit., p. 488.

definizione anticipata, l'accertamento giudiziale dei reati sopra ricordati è stato limitato:

— ai casi in cui la persona offesa dal reato intenda procedere con una querela nei confronti dell'autore del reato (vuoi anche perché non è ancora stata risarcita del danno provocato);

— oppure nei casi particolarmente gravi individuati dalla legge, tra cui si segnala il caso in cui la persona offesa sia incapace per età o per infermità<sup>(13)</sup>. Ad eccezione, del reato di lesioni stradali *ex art. 590-bis*, c.1 c.p. che, come detto, non prevede deroghe alla perseguibilità a querela in relazione alle condizioni della persona offesa.

## 1.2. Applicabilità della nuova disciplina e regime transitorio.

La nuova disciplina riguardante la procedibilità a querela è entrata in vigore il 30 dicembre 2022.

Per i reati, sopra indicati, commessi dopo l'entrata in vigore della riforma, sarà quindi necessario sporgere querela affinché si instauri un procedimento penale.

Rispetto invece ai reati commessi prima del 30 dicembre 2022, è stata invece prevista una specifica disciplina transitoria all'art. 85 D.Lgs. 150/2022 — così come modificato dall'art. 5-*bis* D.L. 162/2022 e convertito con modifiche dalla Legge 199/2022.

Occorre premettere che trattandosi di una modifica favorevole all'indagato/imputato, la nuova disciplina, ai sensi dell'art. 2, c. 4 c.p., si applica retroattivamente anche ai reati commessi prima dell'entrata in vigore della Riforma, con il solo limite del giudicato penale: se è già stata pronunciata sentenza di condanna divenuta irrevocabile, la mancanza della querela o la remissione della stessa non comportano il venir meno del reato<sup>(14)</sup>.

Il primo comma dell'art. 85 stabilisce che *“per i reati perseguibili a querela della persona offesa in base alle disposizioni del presente decreto, commessi prima della data di entrata in vigore dello stesso, il termine per la*

<sup>(13)</sup> G. L. GATTA, *L'estensione del regime di procedibilità a querela nella riforma Cartabia*, cit., in cui si precisa che *“La volontà del legislatore è infatti quella di conservare la procedibilità d'ufficio quando la persona offesa non è in grado di manifestare la propria volontà di procedere penalmente in ragione di una condizione di incapacità per ragioni di età (giovane o avanzata) o di infermità (cioè di una condizione patologica, non necessariamente integrante una incapacità di intendere e di volere. La ratio della disposizione richiede, in ogni caso, una vera e propria condizione di incapacità di querelare, associata all'età o all'infermità, che, in concreto e a tutela della persona offesa, renda opportuno che lo Stato proceda comunque. Così, ad esempio, un'età avanzata, non associata a condizioni di incapacità, non rende procedibile d'ufficio il reato; così come una condizione di infermità che non incida in concreto sulla capacità di presentare una querela”*.

<sup>(14)</sup> Sul punto è stato precisato che *“Non è infatti possibile assimilare il caso di specie né ad un'ipotesi di abrogatio criminis [...] non trattandosi di una modifica idonea ad incidere su un elemento costitutivo della fattispecie...né ad una pronuncia di incostituzionalità potenzialmente idonea a travolgere gli effetti anche delle sentenze divenute irrevocabili ed in astratto anche se più favorevoli”*, in *Relazione dell'Ufficio del Massimario*, p. 240.

*presentazione della querela decorre dalla predetta data, se la persona offesa ha avuto in precedenza notizia del fatto costituente reato”.*

Pertanto, se la persona offesa, prima del 30 dicembre 2022, aveva avuto notizia del fatto costituente reato — perché, ad esempio, era già in corso un procedimento penale — e non era già stata sporta una querela, potrà esercitare il suo diritto di querela entro tre mesi dall'entrata in vigore della normativa, e cioè entro il 30 marzo 2023.

Diversamente, se la persona offesa, prima del 30 dicembre 2022, non aveva ancora avuto notizia del reato commesso e quindi non aveva sporto la querela, il termine di tre mesi per la presentazione della querela decorrerà, normalmente, dal giorno della notizia del fatto di reato.

Si precisa peraltro che in sede di conversione <sup>(15)</sup> si è previsto che nessun avviso debba essere dato alla persona offesa, né dal Giudice, né dal Pubblico Ministero, in ordine alla necessità che venga sporta una valida querela entro il 30 marzo 2023, salvo il caso in cui il soggetto cui è attribuito il reato si trovi in misura cautelare (carcere ovvero arresti domiciliari), proprio in relazione al reato per cui deve essere sporta la querela.

Si tratta invero di un'ipotesi che normalmente non riguarda i reati oggetto di modifica, i cui bassi limiti di pena spesso non conducono all'applicazione di una misura restrittiva della libertà personale.

In conclusione, occorre verificare, quindi, se per i reati oggetto di modifica sopra indicati, commessi prima del 30 dicembre 2022, era stata presentata una valida querela e, in mancanza, valutare la sua proposizione entro il 30 marzo 2023 (ovvero il termine più lungo nel caso in cui la persona offesa non sia ancora venuta a conoscenza del fatto di reato). Mentre per i fatti successivi al 30 dicembre 2022, sussumibili nei reati oggetto di modifica, occorre ricordarsi di sporgere sempre la querela.

Pena l'archiviazione del procedimento penale (nel caso in cui non è stata ancora esercitata l'azione penale) ovvero il proscioglimento dell'imputato (nel caso in cui il processo penale sia già in corso) per mancanza di una condizione di procedibilità.

---

<sup>(15)</sup> Invero, l'art. 85, comma 2 D.Lgs. n. 150/2022, nella versione non entrata in vigore per effetto del differimento ad opera dell'art. 6 d.l. n. 162/2022, stabiliva che *“Quando [...] alla data di entrata in vigore del presente decreto è stata già esercitata l'azione penale, il giudice informa la persona offesa dal reato della facoltà di esercitare il diritto di querela e il termine decorre dal giorno in cui la persona offesa è stata informata. Ai fini di cui al primo periodo, il giudice effettua ogni utile ricerca anagrafica, ove necessaria. Prima dell'esercizio dell'azione penale, provvede il pubblico ministero”*. Questa disposizione è stata però espunta dal testo dell'art. 85 in sede di conversione del d.l. n. 162/2022. Sul punto, è stato precisato che *“si tratta di una scelta ragionevole — in ragione, come si diceva, del lungo periodo di vacatio legis stabilito dallo stesso d.l. n. 162/2022 —, in linea con la ratio del mutato regime di procedibilità (diventa onere della persona offesa manifestare, spontaneamente, la volontà che lo Stato proceda nell'accertare fatti e responsabilità), e, infine, opportuna sul piano del raggiungimento di obiettivi di efficienza ed economia nell'attività processuale. Un onere di ricerca e di informazione di migliaia di persone offese, in migliaia di procedimenti penali, avrebbe comportato un notevole aggravio e dispendio di tempo per l'attività giudiziaria”*, cfr. G. L. GATTA, *L'estensione del regime di procedibilità a querela nella riforma Cartabia*, cit.

### 1.3. Rimessione tacita della querela.

Da ultimo si segnala che la Riforma prevede due nuove ipotesi di remissione tacita della querela. Una prima nel caso in cui la persona offesa, citata in dibattimento per rendere testimonianza, non compaia “senza giustificato motivo”.

Tale causa di remissione tacita non opera qualora la persona offesa sia incapace, per ragioni di età o di infermità, ovvero nel caso in cui si trovi in situazioni di particolare vulnerabilità.

Viene fatta salva comunque la facoltà del Giudice, nei casi ambigui, di disporre opportuni accertamenti per verificare che la mancata comparizione non sia determinata da indebiti condizionamenti della persona offesa dal reato, quali violenza, minaccia, promessa e offerta di denaro o altre utilità<sup>(16)</sup>.

La seconda ipotesi di remissione tacita introdotta riguarda il caso in cui il querelante abbia partecipato a un “programma di giustizia riparativa” concluso con esito positivo (sul quale si veda il capitolo seguente).

## 2. La giustizia riparativa.

### 2.1. La nuova disciplina di “Giustizia Riparativa” prevista dalla Riforma Cartabia.

Nell’ottica non solo di ridurre il numero e la durata dei processi ma anche di responsabilizzare l’autore del reato e di permettere un suo rientro all’interno della società civile, la Riforma Cartabia ha introdotto nel nostro ordinamento una disciplina organica della giustizia riparativa<sup>(17)</sup>.

Essa consiste nella possibilità per le parti di aderire a programmi di natura riparativa in relazione a qualsiasi tipologia di reato ed entrerà in vigore il 30 giugno 2023.

Si tratta di un’innovazione che potrebbe trovare ampia adesione con riferimento a reati commessi in ambito societario o nel mondo dei professionisti.

L’obiettivo di tale istituto è quello, infatti, di “valorizzare condotte

<sup>(16)</sup> Per una disamina più ampia cfr. D. PRETI, *Procedibilità a querela*, cit., pp. 442-443.

<sup>(17)</sup> L’art. 42 D.Lgs. 150/2022, in attuazione dell’art. 1, comma 1, lett. b), della Legge Delega n. 134/2021, ha fornito un’indicazione degli elementi caratterizzanti il nuovo istituto “richiamando le corrispondenti nozioni presenti nelle fonti internazionali ed europee e ponendo l’enfasi sugli elementi caratterizzanti il percorso riparativo e, segnatamente la necessaria volontarietà dell’accesso sulla base di un consenso libero e informato dei partecipanti...; il profilo di terzietà e imparzialità del mediatore e l’obiettivo del percorso, cioè la composizione delle problematiche derivanti dal reato” in F. FIORENTIN, *La riforma per la giustizia riparativa*, in *La Riforma del Sistema Penale. Commento al d.lgs. 10 ottobre 2022 n. 150 (c.d. Riforma Cartabia)*, in attuazione della legge delega 27 settembre 2021, n. 134, A. BASSI-C. PARODI (a cura di), Giuffrè Editore, 2022, p. 482.

*riparatorie e ripristinatorie in vista di una ricomposizione del conflitto che sia alternativa all'esito punitivo"* <sup>(18)</sup>.

Sostanzialmente il soggetto cui viene attribuito un qualsivoglia reato, in ogni stato e grado del procedimento (e quindi già nella fase delle indagini), può chiedere di partecipare a programmi di riparazione dei danni cagionati dalle proprie condotte.

Rispetto alla tipologia di programma da intraprendere la normativa contempla tre ipotesi (art. 53 D.Lgs. 150/2022):

— la mediazione tra l'autore del reato e la vittima, estesa anche a gruppi parentali ovvero altri soggetti di interesse;

— un dialogo riparativo (*restorative dialogue*), diretto o indiretto, tra la persona indicata come autore dell'offesa e la vittima;

— qualsiasi programma dialogico guidato da mediatori, svolto nell'interesse della vittima e della persona indicata come autore dell'offesa.

Si tratta di indicazioni non tassative, per cui il contenuto del programma è libero e può essere il più vario, in modo da venire incontro alle esigenze più varie dei casi concreti.

Si pensi infatti che il sistema può instaurarsi anche tra il presunto autore del reato e una vittima c.d. aspecifica (ovvero un soggetto che è persona offesa di un reato, ma non di quello compiuto dall'autore del reato che partecipa al programma) <sup>(19)</sup>.

Possono inoltre partecipare al programma i familiari delle parti e i membri della comunità, nonché enti e associazioni rappresentative di interessi lesi dal reato, tra cui anche enti pubblici e rappresentanti dello Stato (a titolo esemplificativo: associazioni in difesa delle donne e dei minori, in difesa degli animali, sindacati, associazioni di categoria, rappresentanti delle Regioni e dei Comuni).

Tali programmi dovranno essere gestiti da mediatori esperti, inseriti in appositi elenchi istituiti presso il Ministero della Giustizia, oppure da appositi Centri per la giustizia riparativa, istituiti presso gli Enti Locali, ad oggi non ancora in funzione ma che dovranno essere costituiti entro sei mesi dall'entrata in vigore della Riforma.

Presupposto essenziale è che l'adesione a tali programmi dovrà avvenire attraverso la manifestazione (ad opera delle parti) di un consenso personale, libero, informato e consapevole.

Manifestazione che nel caso di un Ente deve essere espresso dal rappresentante *pro tempore* o da un suo delegato.

Ulteriore elemento rilevante ai fini della presente analisi — che risulta fondamentale rispetto ad ambienti societari e di professionisti — è la garanzia di riservatezza imposta dall'art. 50 D.Lgs. 150/2022 ai mediatori e al perso-

<sup>(18)</sup> G. L. GATTA, *L'estensione del regime di procedibilità a querela nella riforma Cartabia*, cit.

<sup>(19)</sup> Come indicato nella *Relazione Illustrativa*, cit., "la vittima aspecifica, infatti, è vittima ancorché vittima di un reato e non del reato".

nale dei Centri per la giustizia riparativa, in ordine alle attività e agli atti compiuti, alle informazioni acquisite e alle dichiarazioni rilasciate dalle parti.

Nessuna informazione o documento potranno essere divulgati o comunque resi pubblici, salvo il consenso dei partecipanti (oppure qualora sia ritenuta assolutamente necessaria per evitare la commissione di reati imminenti e gravi).

In aggiunta, le dichiarazioni rese dalle parti non potranno essere utilizzate neppure nel relativo procedimento penale <sup>(20)</sup>.

L'esito positivo del programma di giustizia riparativa, nel caso in cui si proceda per un reato perseguibile a querela, determinerà l'archiviazione del procedimento penale (ove la procedura sia stata attivata in indagini) oppure il proscioglimento dell'autore del reato, nel corso del processo già incardinato.

Infatti, nel caso in cui il reato sia perseguibile a querela, l'esito positivo del programma comporta — come anticipato — una remissione tacita della stessa.

Qualora invece si proceda per reato perseguibile d'ufficio, l'esito positivo dei programmi comporta l'applicabilità di una nuova circostanza attenuante, con riduzione della pena.

Si tratta di condizioni che potrebbero orientare soggetti legati alle Società, che siano coinvolti a qualsiasi titolo in vicende penali, ma che di fatto sono estranei ad ambienti e logiche criminali, a valutare l'adesione a tali programmi di giustizia riparativa, con tutte le conseguenze positive che ciò comporta.

## 2.2. La messa alla prova e la giustizia riparativa.

Alla luce di quanto sopra esposto, è evidente che la sede naturale <sup>(21)</sup> per l'esplicazione dei sistemi di giustizia riparativa non può che essere l'istituto della "*Sospensione del procedimento con messa alla prova dell'imputato*" disciplinato agli artt. 168-bis c.p. e 464-bis e ss. c.p.p.

Come noto si tratta di un procedimento speciale, inserito nel nostro ordinamento con la L. 67/2014, che consente al soggetto cui viene attribuito il reato di evitare il processo penale seguendo un programma elaborato da un ufficio esterno al Tribunale (UEPE) <sup>(22)</sup> che si solito si traduce in alcune

<sup>(20)</sup> Per una disamina più dettagliata dell'argomento, cfr. F. FIORENTIN, *La riforma per la giustizia riparativa*, cit., pp. 491-492, in cui vengono indicate le conseguenze dell'improprio utilizzo delle dichiarazioni: dalla nullità della sentenza, alle sanzioni applicabili, oltre all'esclusione dell'obbligo del mediatore di deporre nel procedimento penale.

<sup>(21)</sup> È stato evidenziato come "*la messa alla prova consenta l'attivazione di un trattamento rieducativo — risocializzante del quale beneficiano sia la collettività che l'interessato, permettendo di ridurre i tempi di definizione del processo e restituire efficienza al sistema complessivo in quanto comporta l'effetto di ridurre il numero dei procedimenti da trattare e limita gli effetti desocializzanti del carcere*", in *Relazione dell'Ufficio del massimario*, p. 119.

<sup>(22)</sup> Peraltro, va ricordato il consolidato orientamento secondo cui il giudice ha la facoltà (e non l'obbligo) di integrare o modificare il programma di trattamento (Cass. pen., Sez. III, n. 23426 del 29 aprile 2022, B., Rv. 283640).

prescrizioni e nello svolgimento di attività di volontariato a favore di enti pubblici o di associazioni.

L'esito positivo della prova comporta l'estinzione del reato.

Occorre anzitutto precisare che la Riforma Cartabia ha ampliato i casi di accesso a questo istituto, prevedendo, da un lato, che anche il Pubblico Ministero<sup>(23)</sup> possa attivarsi per chiedere la definizione del procedimento con questo rito speciale e, dall'altro, estendendo il novero dei reati per cui può essere richiesto<sup>(24)</sup>.

Ad esempio, per quanto qui d'interesse, è ora possibile chiedere la messa alla prova anche per i seguenti reati:

— omessa presentazione della dichiarazione relative all'IVA e all'IRE S di cui all'art. 5 D.Lgs. 74/2000;

— interruzione di un ufficio pubblico o un servizio pubblico o di un servizio di pubblica necessità contestati a capi, promotori ed organizzatori (si pensi alla mancata fornitura di medicinali ad ospedali ovvero beni strumentali all'esercizio di un'attività di trasporto pubblico) — art. 340, c. 3 c.p.;

— esercizio abusivo della professione, nell'ipotesi aggravata (art. 348, c. 3 c.p.);

— falsa testimonianza (art. 372 c.p.) e false dichiarazioni o attestazioni in atti destinati all'autorità giudiziaria (art. 374-bis c.p.), peraltro entrambi reati presupposto della responsabilità degli Enti ex D.Lgs. 231/2001;

— delitti contro la fede pubblica (alterazione di monete, art. 454 c.p., contraffazione di filigrane, sigilli, artt. 461 e 468 c.p. e indebito utilizzo e falsificazione di strumenti di pagamento diversi dai contanti, art. 493-ter c.p.), peraltro reati presupposto della responsabilità degli enti ex D.Lgs. 231/2001;

— truffa aggravata, fraudolento danneggiamento di beni assicurati, c.d. frode assicurativa, (art. 642 c.p.), appropriazione indebita e danneggiamento<sup>(25)</sup>.

<sup>(23)</sup> Precedentemente alla Riforma, soltanto l'imputato aveva la facoltà di chiedere l'accesso alla sospensione del procedimento con messa alla prova.

<sup>(24)</sup> Invero la modifica è intervenuta sull'art. 550 c.p.p., che disciplina i casi di citazione diretta a giudizio, in cui la Riforma ha introdotto numerose altre fattispecie. Tale disposizione è richiamata dalla normativa in materia di messa alla prova, art. 168-bis c.p., per l'individuazione dei reati per cui è possibile accedere a tale istituto. Di conseguenza l'estensione dei reati per cui si procede con citazione diretta a giudizio comporta l'estensione dei reati per cui è possibile accedere alla messa alla prova.

<sup>(25)</sup> Il testo del comma 2 dell'art. 550 c.p.p. è oggi il seguente: "*Le disposizioni del comma 1 si applicano anche quando si procede per i reati previsti dagli articoli 336, 337, 337-bis, primo e secondo comma, 340, terzo comma, 343, secondo comma, 348, terzo comma, 349, secondo comma, 351, 372, 374-bis, 377, terzo comma, 377-bis, 385, secondo comma, con esclusione delle ipotesi in cui la violenza o la minaccia siano state commesse con armi o da più persone riunite, 390, 414, 415, 454, 460, 461, 467, 468, 493-ter, 495, 495-ter, 496, 497-bis, 497-ter, 527, secondo comma, 556, 588, secondo comma, con esclusione delle ipotesi in cui nella rissa taluno sia rimasto 74 ucciso o abbia riportato lesioni gravi o gravissime, 590-bis, 611, 614, quarto comma, 615, primo comma, 619, secondo comma, 625, 635, terzo comma, 640, secondo comma, 642, primo e secondo comma, 646 e 648 del codice penale, quando si procede per i reati previsti: a) dall'articolo 291-bis del testo unico delle disposizioni legislative in materia doganale, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 23 gennaio 1973, n. 43; b) dagli articoli 4, quarto comma, 10, terzo comma, e 12, quinto comma, della legge 18 aprile 1975, n. 110; c) dagli articoli*

### 3. La responsabilità degli enti ex D.Lgs. 231/2001.

#### 3.1. Le modifiche intervenute con la Riforma Cartabia.

La riforma Cartabia non affronta apertamente il tema della responsabilità dell'Ente ex D.Lgs. 231/2001, se non per quanto concerne le modifiche apportate al procedimento per decreto penale.

L'art. 64, c. 1 D.Lgs. 150/2022 prevede, infatti, che *“Il pubblico ministero, quando ritiene che si debba applicare la sola sanzione pecuniaria, può presentare al giudice per le indagini preliminari, entro un anno dalla data dell'annotazione dell'illecito amministrativo nel registro di cui all'articolo 55 e previa trasmissione del fascicolo, richiesta motivata di emissione del decreto di applicazione della sanzione pecuniaria, indicandone la misura”*.

Perciò l'unica modifica ad oggi introdotta riguarda il termine concesso al Pubblico Ministro per richiedere il decreto penale di condanna nei confronti dell'Ente che è stato esteso da sei mesi a un anno.

#### 3.2. La responsabilità degli Enti e la giustizia riparativa.

Tuttavia, si ritiene che la disciplina della nuova giustizia riparativa sopra illustrata possa e debba trovare applicazione anche nei confronti degli Enti imputati o indagati ai sensi del D.Lgs. 231/2001.

Da un lato non v'è dubbio che anche gli Enti possono partecipare ai programmi di giustizia riparativa, posto che è ammessa la partecipazione di soggetti differenti dalle persone fisiche (ad esempio, come detto, associazioni).

Dall'altro lato deve rilevarsi come la finalità della nuova disciplina introdotta dalla Riforma Cartabia, ossia l'intenzione di riparare le conseguenze del reato anche attraverso un'opera di mediazione tra persona offesa e autore dello stesso, risulta di fatto del tutto aderente alle finalità e agli obiettivi della normativa in materia di responsabilità delle persone giuridiche.

Quest'ultima, infatti, benché presenti chiari effetti punitivi e deterrenti, è *in primis* preordinata a garantire la prevenzione dei reati presupposto, anche attraverso una corretta organizzazione aziendale e l'adozione di Modelli 231 adeguati.

---

82, comma 1, del testo unico delle leggi in materia di disciplina degli stupefacenti e sostanze psicotrope, prevenzione, cura e riabilitazione dei relativi stati di tossicodipendenza, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 9 ottobre 1990, n. 309; d) dagli articoli 75, comma 2, 75-bis e 76, commi 1, 5, 7 e 8, del codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione, di cui al decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159; e) dall'articolo 55-quinquies, comma 1, del decreto legislativo del 30 marzo 2001, n. 165; f) dagli articoli 5, comma 8-bis, 10, comma 2-quater, 13, comma 13-bis, e 26-bis, comma 9, del testo unico delle disposizioni concernenti la disciplina dell'immigrazione e norme sulla condizione dello straniero, di cui al decreto legislativo 25 luglio 1998, n. 286; g) dagli articoli 5, commi 1 e 1-bis, del decreto legislativo 10 marzo 2000, n. 74<sup>o</sup>.

Tale finalità, con tutta evidenza, nel caso in cui sia stato commesso un reato presupposto, potrebbe essere meglio raggiunta attraverso la partecipazione a specifici programmi (di giustizia riparativa) da parte di alcune figure apicali dell'Ente e dei loro sottoposti, o comunque di coloro che erano preposti all'area sensibile in cui si è verificato il reato, unitamente alla persona offesa, sia essa lo Stato ovvero Istituzioni pubbliche e private o qualunque portatore di interessi legittimi (persona fisica o giuridica), ad esempio il lavoratore infortunato.

Infatti, proprio dal dialogo (anche mediato) tra tali figure potrebbero emergere le lacune nell'organizzazione aziendale e quindi i giusti e necessari presidi da adottare.

Peraltro, ciò è esattamente quanto viene richiesto all'Ente una volta che al suo interno sia stato commesso (o tentato) un reato: vuoi attraverso l'adozione di modelli adeguati di organizzazione, gestione e controllo, vuoi attraverso l'aggiornamento e la revisione degli stessi; vuoi attraverso l'adozione di specifici presidi e di misure correttive.

### 3.3. La messa alla prova per gli Enti.

Di conseguenza, la nuova disciplina in materia di giustizia riparativa potrebbe riaprire la strada per l'ammissibilità dell'Ente all'istituto della messa alla prova.

Sul tema si rileva, infatti, che di recente le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno escluso, nonostante alcune sentenze precedenti di segno opposto, la possibilità per gli Enti di accedere all'istituto della messa in prova (cfr. Cassazione Penale, Sezioni Unite, udienza 27 ottobre 2022, informazione provvisoria n. 17/22) <sup>(26)</sup>.

Ebbene, con la Riforma Cartabia, dovrebbe invece risultare possibile prevedere programmi di giustizia riparativa validi anche per gli Enti e in tal modo consentire ad essi l'accesso alla messa alla prova, il cui esito positivo estingue il reato.

---

<sup>(26)</sup> In tema di responsabilità degli enti ex D.Lgs. 231/2001 e messa alla prova, era stata rimessa alle Sezioni Unite la seguente questione di diritto (preliminare rispetto a quella della applicabilità o meno della messa alla prova alle società): "se il procuratore generale sia legittimato ad impugnare, con ricorso per cassazione, l'ordinanza che ammette l'imputato alla messa alla prova ai sensi dell'art. 464-bis cod. proc. pen. nonché, e, in caso affermativo, per quali motivi, la sentenza di estinzione del reato pronunciata ai sensi dell'art. 464-septies cod. proc. pen."

All'esito dell'udienza del 27 ottobre 2022, le Sezioni Unite hanno fornito la seguente soluzione: "Il procuratore generale è legittimato, ai sensi dell'art. 464-quater, comma 7, c.p.p., ad impugnare l'ordinanza di ammissione alla prova (art. 464-bis, c.p.p.) ritualmente comunicatagli ai sensi dell'art. 128 c.p.p. In conformità a quanto previsto dall'art. 586 c.p.p., in caso di omessa comunicazione dell'ordinanza è legittimato ad impugnare quest'ultima insieme con la sentenza al fine di dedurre anche motivi attinenti ai presupposti di ammissione alla prova. L'istituto dell'ammissione alla prova (art. 168-bis c.p.) non trova applicazione con riferimento agli enti di cui al d. lgs. n. 231 del 2001". Ad oggi è presente solo l'informazione provvisoria.

Sul punto, ad avviso di chi scrive, aveva colto nel segno la motivazione (del tutto attuale) del Tribunale di Bari che aveva accolto la richiesta di messa alla prova dell'Ente, affermando che *“la ratio di politica criminale che ispira il decreto legislativo 231/2001 non è la retribuzione fine a se stessa, né la mera prevenzione generale, ma la prevenzione speciale in chiave rieducativa: si vuole, cioè, indurre l'ente ad adottare comportamenti riparatori dell'offesa che consentano il superamento del conflitto sociale instaurato con l'illecito, nonché idonei, concreti ed efficaci modelli organizzativi che, incidendo strutturalmente sulla cultura dell'impresa, possano consentirgli di continuare ad operare sul mercato nel rispetto della legalità o, meglio, di rientrarvi con una nuova prospettiva di legalità”* (Tribunale di Bari, Sez. I, Ordinanza, 22 giugno 2022, Giudice dott. Antonio Donato Coscia) <sup>(27)</sup>.

Su questo argomento occorrerà naturalmente attendere l'orientamento della giurisprudenza e della più autorevole dottrina ma si auspica un'apertura in tal senso che potrebbe di certo giovare alle Società e alla riparazione dei reati.

---

<sup>(27)</sup> In termini: Tribunale di Modena, ordinanza del 19 ottobre 2020; *contra*: Tribunale di Bologna, (Ufficio del Giudice per le Indagini Preliminari), ordinanza 10 dicembre 2020.

## MASSIME (\*)

*Reati fallimentari — Circostanze attenuanti — Bancarotta fraudolenta documentale — Danno patrimoniale di speciale tenuità di cui all'art. 219, comma 3 l. fall. — Configurabilità — Condizioni.*

In tema di bancarotta fraudolenta documentale, la circostanza attenuante del danno di speciale tenuità, prevista dall'art. 219, comma 3, l. fall., deve essere valutata in relazione al danno causato alla massa creditoria in seguito all'incidenza che le condotte integranti il reato hanno avuto sulla possibilità di esercitare le azioni revocatorie e le altre azioni poste a tutela degli interessi creditori. (Fattispecie in cui la Corte non ha riconosciuto l'applicazione della circostanza attenuante in parola anche in considerazione della chiusura della procedura fallimentare per insufficienza dell'attivo).

*Cass. pen., Sez. V, 20 ottobre 2022, (dep. 28 novembre 2022), n. 45101 - Pres. Sabeone, Rel. Borrelli, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Reati tributari — Frode fiscale — Successiva dichiarazione integrativa — Rilevanza penale — Condizioni.*

In tema di reati tributari, ai fini dell'integrazione delle fattispecie dichiarative, occorre attribuire rilevanza penale anche alla dichiarazione integrativa a condizione che contenga inediti elementi di falsità, distinti da quelli della dichiarazione ordinaria annuale.

*Cass. pen., Sez. V, 30 settembre 2022, (dep. 29 dicembre 2022), n. 49427 - Pres. Pezzullo, Rel. Pistorelli, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Reati fiscali — Indebita compensazione — Apposizione del cd. "visto leggero" — Sussistenza del dolo.*

In tema di indebita compensazione di crediti inesistenti, l'apposizione del visto di conformità, anche a ritenere che lo stesso fosse il cd. "visto leggero", implica in ogni caso controlli formali, ossia il riscontro della corrispondenza dei dati esposti in dichiarazione alle risultanze della documentazione e alle

---

(\*) Massime a cura di Melissa Tettamanti.

norme che disciplinano la deducibilità e detraibilità degli oneri, i crediti d'imposta, lo scomputo delle ritenute d'acconto, pertanto detta circostanza non esclude la configurabilità dell'elemento soggettivo del dolo in capo all'imputato. (Fattispecie relativa ad un professionista che aveva visti di conformità, cd. "visto leggero", sulle dichiarazioni fiscali di una società).

*Cass. pen., Sez. III, 18 novembre 2022, (dep. 20 gennaio 2023), n. 2351 - Pres. Marini, Rel. Corbo, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Reati contro il patrimonio — Autoriciclaggio — Clausola di non punibilità di cui al comma 4 — Configurabilità — Condizioni.*

La clausola di non punibilità di cui al comma 4 dell'art. 648-ter.1 c.p. non opera a favore dell'autore di varie fattispecie di delitto presupposto che percepiti profitti illeciti in denaro effettui sia operazioni di movimentazione bancaria sia plurimi acquisti di beni mobili ed immobili anche allo stesso intestati.

*Cass. pen., Sez. II, 22 dicembre 2022, (dep. 3 febbraio 2023), n. 4855 - Pres. Diotallevi, Rel. Imperiali, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Amministratore di fatto — Accertamento della qualifica — Indici valorizzabili — Significatività e continuità — Indicazione.*

La nozione di amministratore di fatto, introdotta dall'art. 2639 c.c. postula l'esercizio in modo continuativo e significativo dei poteri tipici inerenti alla qualifica od alla funzione. Nondimeno, "significatività" e "continuità" non comportano necessariamente l'esercizio di "tutti" i poteri propri dell'organo di gestione, ma richiedono l'esercizio di un'apprezzabile attività gestoria, svolta in modo non episodico od occasionale. L'accertamento degli elementi sintomatici di tale gestione o cogestione societaria costituisce oggetto di apprezzamento di fatto che è insindacabile in sede di legittimità, se sostenuto da motivazione congrua e logica (nella specie, la Corte ha ritenuto che la tenuta della contabilità non costituisce, di per sé, atto gestorio dell'ente, nemmeno se si tratta, come nella specie, di "contabilità separata").

*Cass. pen., Sez. III, 12 ottobre 2022, (dep. 9 febbraio 2023), n. 5577 - Pres. Ramacci, Rel. Aceto, massima non ufficiale, Diritto & Giustizia.*

# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

## L'ABUSO UNCHAINED

di GIUSEPPE ZIZZO

In una recente sentenza <sup>(1)</sup> la Cassazione è tornata sul tema dell'abuso. Tra i (tanti) argomenti toccati nella motivazione, in questa sede intendo approfondirne uno, per la ricorrenza con la quale si presenta nelle controversie in materia, quello della selezione della condotta che offre il regime tributario modello.

L'accertamento della ricorrenza di vantaggi fiscali (indebiti) implica, inevitabilmente, la comparazione tra l'onere tributario connesso alla condotta osservata e quello connesso ad una condotta diversa, il cui regime tributario viene (appunto) assunto a modello <sup>(2)</sup>.

A tal fine è opportuno distinguere tra schemi circolari e schemi lineari <sup>(3)</sup>.

Sono circolari quegli schemi che non producono, né hanno la funzione di produrre, modificazioni significative nella sfera economico-giuridica del soggetto, sicché i diversi passaggi che li compongono sono disposti in guisa da elidersi vicendevolmente, riportando il soggetto all'assetto economico-giuridico originario <sup>(4)</sup>. Sono lineari quegli schemi che, all'opposto, producono, e sono destinati a produrre, modificazioni significative nella sfera economico-giuridica del soggetto, riducendo, mediante la sostituzione di una condotta ad

---

<sup>(1)</sup> Si tratta di Cass., sez. trib., 22-9-2022, n. 27709, pubblicata su *Corr. trib.*, n. 2/2023, 131, con commento di M. BEGHIN, *L'elusione fiscale dominata dal "senso economico" dell'operazione realizzata dal contribuente*, e su *GT*, n. 12/2022, 950, con commento di F. DE ROSA, *Non può essere la lettura in chiave economica a far emergere l'abuso del diritto*.

<sup>(2)</sup> Cfr.: M. BEGHIN, *L'abuso del diritto' tra concetti astratti e rilevanza del fatto economico*, in *Corr. trib.*, 2010, 1763; Id., *L'elusione fiscale e il principio del divieto di abuso del diritto*, Padova, 2013, 181-185.

<sup>(3)</sup> Su questa distinzione, e per la pertinente bibliografia: G. ZIZZO, *La clausola generale antiabuso tra certezza del diritto ed equità del prelievo*, Pisa, 2022, 63. Si vedano inoltre, in particolare: S. CIPOLLINA, *Elusione fiscale ed abuso del diritto: profili interni e comunitari*, in *Giur. it.*, 2010, 1729-1730; D. STEVANATO, *Elusione fiscale e abuso delle forme giuridiche, anatomia di un equivoco*, in *Dir. prat. trib.*, 2015, 715 (il quale definisce i primi come schemi elusivi "puri").

<sup>(4)</sup> Secondo l'Agenzia delle Entrate la circolarità si ravviserebbe quando "il percorso seguito condurrebbe ad un risultato finale sostanzialmente identico al punto di partenza" (in questo senso Ag. Entr., risol., 27-7-2017, n. 99/E, anche se la vicenda considerata, producendo un effetto economico-giuridico, consistente nell'assegnazione ai soci di un immobile strumentale, avrebbe dovuto essere classificata tra le operazioni lineari).

un'altra, l'impatto fiscale connesso alla realizzazione di un determinato risultato economico-giuridico.

Nel caso degli schemi circolari, il confronto ipotizzato è agevole, dovendo essere instaurato tra le posizioni correlate al comportamento adottato e quelle che si sarebbero manifestate se detto comportamento non ci fosse stato. Nel caso di schemi lineari, risulta più complesso. La modifica dell'assetto di interessi prodotta dall'operazione realizzata impone di definire un itinerario alternativo, i cui effetti tributari poi mettere a confronto con quelli generati dal procedimento utilizzato.

La ricerca della condotta modello non implica un'indagine di tipo soggettivo, controfattuale, sulle scelte che il contribuente avrebbe potuto compiere laddove avesse previsto che la linea di condotta adottata sarebbe stata qualificata elusiva<sup>(5)</sup>. In effetti, una siffatta previsione avrebbe potuto indurre il contribuente a modificare la struttura dell'operazione, come pure a rinviare la sua realizzazione oppure a rinunciare alla stessa. Ne consegue che, se si utilizzasse questo parametro, ben potrebbero profilarsi ipotesi nelle quali la presenza del vantaggio fiscale andrebbe esclusa. Se si dovesse concludere per uno dei due ultimi scenari indicati, infatti, difetterebbe la possibilità di contrapporre allo schema considerato una soluzione alternativa.

L'indagine deve invece svilupparsi su un piano oggettivo, alla luce del risultato economico-giuridico raggiunto mediante la condotta adottata, e dunque della manifestazione di capacità contributiva realizzata per il suo tramite. Il compito della clausola è infatti quello di abbinare a detta manifestazione, costituente un dato storico non controvertibile, il regime tributario più appropriato (ovviamente, se un regime tributario più appropriato può effettivamente essere individuato).

Nella sentenza richiamata, la Cassazione, si confronta con una condotta lineare, in particolare con una scissione parziale proporzionale seguita, a distanza di tre anni, da reciproche cessioni di partecipazioni tra i soci in guisa da produrre la fuoriuscita di uno dalla compagine sociale della scissa e la fuoriuscita degli altri dalla compagine sociale della beneficiaria. Essa conferma la lettura in chiave abusiva prospettata dall'Agenzia delle Entrate, individuando la condotta modello nel recesso con assegnazione dei beni collocati nella beneficiaria a quel socio che, all'esito di dette cessioni, ne aveva acquisito l'intero capitale.

Questa scelta è sicuramente discutibile.

Trascura infatti che una condotta, per potere servire da modello, deve essere idonea a produrre la medesima modifica nella sfera economico-giuridica dei partecipanti di quella ottenuta con la condotta adottata<sup>(6)</sup>. Una

---

<sup>(5)</sup> Come ipotizzato da D. CANE, *Indebito vantaggio fiscale e abuso del diritto. Profili di diritto comunitario e internazionale*, in *Dir. prat. trib. int.*, 2016, 1270.

<sup>(6)</sup> Sull'esigenza che vi sia identità di risultati tra condotta adottata e condotta modello: circ. Assonime n. 21 del 4-8-2016, 73-74. Questa impostazione trova conferma nella giurisprudenza per la quale "il disconoscimento delle operazioni definite abusive comporta l'applicazione

comparazione tra oneri fiscali ha senso, infatti, solo se le condotte poste a confronto producono i medesimi risultati extra-fiscali. È questa identità a giustificare la cancellazione delle divergenze di regime tributario riscontrabili tra le stesse, consentendo alla clausola antiabuso di appiattare il regime della condotta adottata su quello (maggiormente oneroso) della condotta assunta a modello.

Nel caso di specie, è evidente che la condotta assunta a modello non è sovrapponibile, quanto ai risultati, a quella adottata. Quest'ultima, infatti, ammesso che possa essere valutata in modo unitario, non provoca il transito dei beni sociali dalla sfera patrimoniale della società a quella dei soci, ossia l'effetto che connota l'assegnazione degli stessi ai soci. All'esito della sequenza considerata, a differenza di quanto accade nell'assegnazione ai soci, i beni originariamente concentrati presso la società scissa continuano ad appartenere ad una società, parte alla stessa società scissa e parte (quella interessata dalla contestazione) alla società beneficiaria. E questa appartenenza non può essere ignorata, anche perché, ovviamente, è sulla base di essa che, esaurita la sequenza, si è sviluppata la fiscalità della società beneficiaria e del suo socio.

Anziché all'assegnazione dei beni ai soci, il ruolo di condotta modello, in un caso come quello di specie, dovrebbe essere attribuito alla scissione non proporzionale. Quest'ultima, non solo assicura il conseguimento del medesimo risultato ottenuto mediante la condotta adottata, preservando il livello societario, che la condotta valorizzata come modello dalla Cassazione sopprime, ma offre la soluzione più diretta ed efficiente per raggiungerlo, indicando la forma maggiormente coerente ad esso.

Nelle condotte lineari, come quella sottoposta al giudizio della Corte, la carenza di sostanza economica, richiesta dalla clausola antiabuso, non è predicabile in via assoluta, come in quelle circolari, ma in via relativa. Per connotare la condotta adottata come carente di sostanza economica, la condotta modello deve prospettare una soluzione più diretta ed efficiente, ossia maggiormente adeguata al risultato economico-giuridico ottenuto. Anzi, la più diretta ed efficiente, laddove di condotte alternative sia possibile individuarne più di una, con difformi implicazioni sul piano tributario. Perché è quella più diretta ed efficiente, non una qualsiasi condotta più diretta ed efficiente, a definire la sostanza economica dell'operazione, e quindi ad indicare il parametro normativo di riferimento.

---

*del regime fiscale proprio delle operazioni 'non abusive' che avrebbero consentito di raggiungere lo stesso risultato economico"* (Cass., sez. VI-5, ord. 19-3-2014, n. 6415). Si vedano inoltre: Cass., sez. trib., 14-1-2015, nn. 438 e 439, in *Corr. trib.*, 2015, 895, con commento di M. BEGHIN, *Ancora equivoci sul concetto di vantaggio fiscale elusivo e sulla inopponibilità al Fisco*; Cass., sez. trib., 22-6-2021, n. 17743; Cass., sez. trib., 29-1-2021, n. 2073; Cass., sez. trib., 19-1-2021, n. 748; Cass., sez. trib., 28-5-2020, n. 10136; Cass., sez. trib., 13-7-2018, n. 18632; Cass., sez. trib., 9-8-2016, n. 16677; Cass., sez. trib., 15-7-2015, nn. 14760 e 14761; Cass., sez. trib., 27-3-2015, n. 6226, in *Corr. trib.*, 2015, 1827, con commento di M. BEGHIN, *'Elusione', tassazione differenziale e impatto sulla motivazione degli avvisi di accertamento*; Cass., sez. trib., 30-11-2012, n. 21390.

La sostituzione, nel ruolo di condotta modello, della scissione non proporzionale all'assegnazione dei beni ai soci conduce a formulare una conclusione opposta a quella espressa dalla Cassazione. La scissione non proporzionale è infatti fiscalmente neutrale, al contrario dell'assegnazione dei beni ai soci, che è realizzativa. Non costituisce, quindi, una condotta maggiormente onerosa, sotto il profilo fiscale, di quella adottata. Tuttavia, se la condotta modello è meno onerosa di quella adottata, o ugualmente onerosa, nessun vantaggio fiscale è associabile alla scelta di quest'ultima, e la configurazione di un abuso è, per ciò solo, da escludere <sup>(7)</sup>.

L'individuazione della condotta modello è un passaggio cruciale nell'applicazione della clausola antiabuso. Un passaggio da affrontare con estremo rigore, pertanto, verificando che la condotta: sia in grado di assicurare i medesimi risultati raggiunti con la condotta adottata; sia in grado di assicurare detti risultati in maniera più diretta ed efficiente di quella adottata; e sia soggetta ad un regime tributario maggiormente oneroso di quello al quale è soggetta la condotta adottata. Il rischio, altrimenti, è quello di un abuso *unchained*, idoneo a giustificare, come il caso commentato evidenzia, l'assoggettamento a prelievo di presupposti fittizi, non espressivi degli assetti economico-giuridici effettivamente realizzati dalle parti, anziché l'assimilazione di condotte, disomogenee nella forma giuridica, ma omogenee nell'attitudine alla contribuzione, perché, appunto, connotate da esiti omogenei.

---

<sup>(7)</sup> Si vedano: Ag. Entr., risposta ad interpello, 20-5-2019, n. 148; Ag. Entr., risposta ad interpello, 15-11-2018, n. 70. In giurisprudenza: Cass., sez. trib., 28-5-2020, n. 10121.

# LE DECLINAZIONI DELLA CLAUSOLA GENERALE ANTIABUSO NELL'ORDINAMENTO EUROPEO E NAZIONALE

di ROBERTO BABORO

## 1. Premessa.

L'abuso del diritto costituisce, com'è ormai noto, un istituto multiforme e foriero di numerose problematiche interpretative, dovute sia alla pluralità di disposizioni che regolano tale strumento — a seconda che si abbia riguardo alle disposizioni nazionali o a quelle eurounitarie — sia alla difficoltà di individuare, nel concreto, quali siano gli indici abusivi fra le fattispecie più disparate immaginabili, ciascuna delle quale dovrebbe essere, idealmente, sindacabile con la clausola antiabuso.

Col presente contributo ci si propone di analizzare tale istituto “calandolo” nell'ambito eurounitario e, più nello specifico, della Direttiva 2011/96/UE (cd. Direttiva Madre-Figlia). Vedremo, infatti, che proprio assumendo tale prospettiva privilegiata emergeranno non solo le molteplici accezioni in cui tale istituto si declina, ma anche le criticità che, all'atto pratico, sono sottese alla sua applicazione; in particolare, sarà necessario tenere conto (anche) delle elaborazioni giurisprudenziali sviluppate sul punto dalla Corte di Giustizia — da ultimo nelle ormai celeberrime sentenze danesi <sup>(1)</sup> — tentando di ricondurle a coerenza col contesto normativo nel quale s'inseriscono.

## 2. L'abuso del diritto nel contesto interno: l'art. 10-bis dello Statuto dei diritti del contribuente.

Prima di addentrarci nel più particolare alveo del diritto europeo, non ci si può esimere dall'offrire un breve esame del “livello” nazionale dell'istituto, costituito dalla clausola generale antiabuso oggi enucleata all'art. 10-bis, legge

---

<sup>(1)</sup> *Cfr.* la pronuncia della Grande Sezione della Corte di Giustizia resa in data 26 febbraio 2019, nelle cause riunite C-116/16 e C-117/16, relative alla Direttiva Madre-Figlia, affiancata dalla sentenza resa in pari data nelle cause riunite C-115/16, 118/16, 119/16 e 299/16 concernenti la Direttiva 2003/49/CE del Consiglio, del 3 giugno 2003 (cd. Direttiva Interessi e Royalties).

27 luglio 2000, n. 212 (Statuto dei diritti del contribuente), la quale è stata, come noto, oggetto di ampi studi da parte della dottrina <sup>(2)</sup>.

Si ritiene opportuno, in questa sede, prima soffermarsi sulla concezione di abuso concretamente accolta dal legislatore nel confezionamento della norma, esaminando dapprima la (complessa) struttura della disposizione, per poi offrire alcune considerazioni di merito. Il nucleo dell'abuso è individuato (dal comma 1) in *“una o più operazioni prive di sostanza economica che, pur nel rispetto formale delle norme fiscali, realizzano essenzialmente vantaggi fiscali indebiti”*. Da questa formulazione traspare fin da subito la natura bifronte della disposizione, atteso il riferimento alla mancanza di sostanza economica delle operazioni e, dall'altro, al rispetto (soltanto) formale delle norme fiscali, che permette la realizzazione di un (essenziale) vantaggio fiscale indebito.

I due attributi strutturali dell'abuso sono meglio precisati, distintamente fra di loro, alle lett. a) e b) del comma 2. Ai sensi della lett. a), per operazioni prive di sostanza economica va intesa l'inefficienza dell'operazione complessivamente considerata a produrre “effetti significativi” diversi dai vantaggi fiscali. Lo stesso legislatore indica poi quali indici sintomatici della mancanza di sostanza economica la *“non coerenza della qualificazione delle singole operazioni con il fondamento giuridico del loro insieme e la non conformità dell'utilizzo degli strumenti giuridici a normali logiche di mercato”*. Si tratta di ipotesi esemplificative, in cui i negozi posti in essere sono idonei a incidere sulla sfera giuridico-economica dei soggetti, ma tali effetti non sono ritenuti significativi rispetto ai vantaggi fiscali conseguiti. Al contrario, la lett. b) specifica che il vantaggio fiscale è costituito dal beneficio — che può essere non immediato — realizzato in contrasto con le finalità delle norme fiscali o, più in generale, con i principi dell'ordinamento tributario. Ma su tali caratteri dell'abuso torneremo diffusamente nel prosieguo.

Il comma 3, ancora, dispone che non si considerano abusive le operazioni giustificate da non marginali ragioni extrafiscali anche di ordine organizzativo o gestionale, che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa ovvero dell'attività professionale del contribuente. In altri termini, si tratta di una causa esimente da qualsivoglia censura di abuso del diritto, in presenza della quale le operazioni non si considerano elusive “in

---

<sup>(2)</sup> V., senza pretesa di esaustività, G. ZIZZO, *La clausola generale antiabuso: tra certezza del diritto ed equità del prelievo*, Pisa, 2022; S. FIORENTINO, *Interpretazione della legge d'imposta e qualificazione negoziale: il necessario equilibrio tra «giusta imposizione» e «legalità del tributo»*, in *Diritto e processo tributario*, 2021, pag. 1 ss.; G. FRANSONI, *Abuso del diritto: generalità della clausola e determinatezza del procedimento*, in *Rass. trib.*, 2017, pag. 297 ss.; G. ZIZZO, *La nozione di abuso nell'art. 10-bis dello Statuto dei diritti del contribuente*, in *AA.Vv.*, *Abuso del diritto ed elusione fiscale*, Torino, 2016, pag. 1 ss.; A. GIOVANNINI, *L'abuso del diritto tributario*, in *Dir. prat. trib.*, 2016, I, pag. 895 ss.; D. STEVANATO, *Elusione fiscale e abuso delle forme giuridiche, anatomia di un equivoco*, in *Dir. prat. trib.*, 2015, I, pag. 695 ss.; F. GALLO, *La nuova frontiera dell'abuso del diritto in materia fiscale*, in *Rass. trib.*, 2015, pag. 1315 ss.; F. TUNDO, *La Corte costituzionale sulla nullità dell'accertamento 'antielusivo'*, in *Corr. trib.*, 2015, pag. 2670 ss. *Cfr.*, inoltre, C. GLENDI, C. CONSOLO, A. CONTRINO, *Abuso del diritto e novità sul processo tributario*, Assago, 2016.

ogni caso” e cioè non si considerano elusive anche se i vantaggi fiscali che esse determinano potrebbero essere giudicati in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell’ordinamento tributario. Quanto, invece, al comma 4, tale previsione intende escludere la condotta abusiva del contribuente quando quest’ultimo, di fronte ad una medesima fattispecie ovvero ad operazioni fungibili sul piano degli effetti giuridico-economici, sceglie di applicare il regime fiscale più conveniente consentito dall’ordinamento.

L’onere probatorio è espressamente ripartito fra Ufficio e contribuente dal comma 9, nel senso che al primo spetta la prova degli elementi strutturali dell’abuso, mentre al contribuente la possibilità di dimostrare l’esistenza delle ragioni extrafiscali; queste ultime diventano dunque, nell’impianto normativo, una sorta di prova liberatoria per il contribuente. L’effetto sostanziale dell’art. 10-*bis* è, come noto, quello di un’inopponibilità delle operazioni abusive alla (sola) Amministrazione finanziaria; la norma, dunque, opera su un livello di inefficacia relativa, atteso che sul piano civilistico le operazioni abusive restano pienamente in piedi ed efficaci, fra le parti e rispetto alla generalità dei consociati.

Richiamando ora brevemente il procedimento logico di accertamento dell’abuso, la prassi dell’Agenzia delle Entrate ha indicato che, in sede di valutazione della natura elusiva o meno di una o più operazioni, gli Uffici devono procedere prioritariamente alla verifica dell’elemento costitutivo “principale”, ossia la realizzazione di un vantaggio fiscale indebito, in assenza del quale la valutazione termina negativamente<sup>(3)</sup>. Soltanto in caso di riscontro di un vantaggio fiscale indebito gli Uffici possono (e devono) proseguire la valutazione per verificare la sussistenza dei due ulteriori elementi costitutivi della “assenza di sostanza economica” e di “essenzialità del vantaggio fiscale indebito”.

Dunque, deve essere anzitutto provata, a carico dell’Amministrazione finanziaria, la natura indebita dei vantaggi fiscali che esse determinano. In prima battuta la valutazione della natura indebita o meno dei vantaggi fiscali deve essere effettuata accertando se le operazioni poste in essere dal contribuente per potersi avvalere (legittimamente, sul piano formale) di una determinata norma fiscale siano o meno conformi alla *ratio* della norma applicata dal contribuente in esito a tali operazioni.

Sul punto, è stato condivisibilmente osservato che *“siccome l’abuso si compendia nella ricerca di un determinato regime fiscale ritenuto favorevole, è inevitabile che ci si debba interrogare sulla compatibilità tra il risultato conseguito in applicazione della disciplina fiscale che regola il regime prescelto e la ratio della medesima disciplina e non di altra. Se, infatti, è possibile riscontrare una coerenza di risultato con la ratio della norma applicata,*

---

<sup>(3)</sup> Cfr. Agenzia delle Entrate, risoluzioni n. 93 del 17 ottobre 2016 e n. 101 del 3 novembre 2016.

*questo elemento è quanto basta per concludere che il vantaggio conseguito sia legittimo e non possa essere disconosciuto*" (4).

Per quanto concerne, invece, l'assenza di sostanza economica, e facendo rinvio a quanto diremo a breve, è necessario riscontrare la presenza di una serie di atti, fatti e comportamenti che formalmente realizzano dei risultati giuridico-economici, ma che nella sostanza, unitariamente considerati, non ne producono in realtà alcuno, se non il risparmio fiscale che consentono di realizzare, risultando pertanto plausibile ritenere che si sia in presenza di un comportamento che mira ad abusare del sistema.

Il legislatore non ha, invece, chiarito cosa debba intendersi con riferimento alla "essenzialità" del vantaggio indebito quale effetto dell'operazione o delle operazioni. Può soccorrere, a tale fine, la raccomandazione UE 2012/772/UE, contenente anch'essa nella definizione di abuso l'avverbio "essenzialmente"; secondo tale raccomandazione la finalità è essenziale "se qualsiasi altra finalità che è o potrebbe essere attribuita alla costruzione o alla serie di costruzioni sembri per lo più irrilevante alla luce di tutte le circostanze del caso". A sua volta, la Relazione illustrativa del d.lgs. n. 128 del 2015 interpreta l'essenzialità come la circostanza secondo la quale "i vantaggi fiscali indebiti devono essere fondamentali rispetto a tutti gli altri fini perseguiti dal contribuente".

Ciò chiarito, risulta evidente che la norma è stata influenzata, come osservato in dottrina, da un moto "sostanzialistico", che riecheggia tanto i dibattiti circa l'imposta di registro nel vigore del R.D. n. 3269/1923, quanto il moderno canone della *substance over form* (5). Risentirebbe, insomma, del tentativo di ancorare la tassazione agli effetti economici di ogni singolo negozio giuridico che, a sua volta, diventa l'unico referente per l'ordinamento; e, viceversa, di disconoscere la diversa "forma" giuridica della quale il contribuente si sarebbe avvalso, qualora difforme da quella ritenuta "canonica".

Senonché una tale interpretazione, letta atomisticamente, significherebbe ammettere che per ogni obiettivo economico esista solo e soltanto un'operazione (o un complesso di operazioni) giuridicamente adeguata, mentre è di immediata percezione la pluralità di negozi che sono a disposizione degli operatori economici e che spesso tendono alla realizzazione di finalità assai simili. Insomma, un'operazione non potrebbe certamente ritenersi priva di sostanza economica, e quindi abusiva, per il solo fatto di non essere il percorso maggiormente lineare a disposizione del contribuente. In questo senso, la disposizione di cui all'art. 10-bis, comma 2, lett. a) — in combinato disposto con il requisito dell'essenzialità dei vantaggi fiscali richiesto al comma 1 — costituisce una china assai scivolosa per l'interprete.

Difatti, i canoni dell'inidoneità a produrre effetti significativi diversi dal vantaggio fiscale, della non coerenza della qualifica delle operazioni con il loro

(4) Così circolare Assonime 4 agosto 2016, n. 21, § 2.3.

(5) D. STEVANATO, *Elusione fiscale e abuso delle forme giuridiche, anatomia di un equivoco*, cit.

fondamento giuridico e, soprattutto, della non conformità alle logiche del mercato costituiscono elementi di assai difficile interpretazione e applicazione<sup>(6)</sup>. Quanto al primo, in particolare, la non ricorrenza di effetti ulteriori rispetto al vantaggio fiscale, se applicata con rigore, renderebbe la norma quasi “spuntata”: anche le operazioni abusive, infatti, realizzano effetti giuridici ed economici, tant’è vero che, come detto, il negozio è civilisticamente valido ed efficace. Parimenti, è intuibile l’astrattezza e la genericità del riferimento alle “logiche del mercato”.

La dimensione “economica” dell’abuso, dunque, costituisce indubbiamente l’aspetto più “pericoloso” dell’istituto atteso che, se non temperato, potrebbe portare alla compressione della libertà negoziale dei consociati, con le evidenti ripercussioni anche sul piano della sicurezza dei traffici e della libertà individuale<sup>(7)</sup>. Sotto tale ottica appare, a parere di chi scrive, di fondamentale importanza — quale vero e proprio bilanciamento del primo criterio — osservare che il vantaggio fiscale, per qualificarsi quale indebito, deve essere in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell’ordinamento tributario, che viene rispettato soltanto formalmente dal contribuente. È in sostanza necessario che il conseguimento del risparmio di imposta sia contrario alla *ratio* delle norme fiscali ovvero, più in generale, ai principi, di generale condivisione, dell’ordinamento.

La particolare valenza di tale requisito si apprezza particolarmente con riferimento ad alcune tipologie di operazioni abusive. Sotto il profilo degli effetti, infatti, si distingue fra operazioni “circolari” e “lineari”, ove le prime costituiscono casi in cui le situazioni *ex ante* ed *ex post* sono identiche fra loro e si differenziano soltanto per l’aspetto fiscale. Rispetto a tali casi il carattere abusivo delle operazioni è più facilmente accertabile. Al contrario, nelle operazioni “lineari” il risultato raggiunto non viene “azzerato” e, di conseguenza, vengono prodotti mutamenti nella realtà giuridica ed anche economica. Con riferimento a tali operazioni è allora ben difficile sostenere l’assenza di sostanza economica; quest’ultima viene così a sostanzinarsi, nella prassi dell’Amministrazione<sup>(8)</sup> — e di certa giurisprudenza — nell’asserita tortuosità del percorso scelto dal contribuente, rispetto ad alternative meno complesse.

Il rischio sta proprio in ciò: che l’accertamento dell’abuso si concretizzi esclusivamente nella prospettazione di un percorso alternativo, che avrebbe permesso di raggiungere lo stesso risultato sostanziale con un carico fiscale maggiore. Riconoscendo la possibilità per l’Amministrazione finanziaria di imporre un’operazione in luogo di quelle giuridicamente possibili solo perché

<sup>(6)</sup> Cfr. P. Russo, *Profili storici e sistematici in tema di elusione ed abuso del diritto in materia tributaria: spunti critici e di riflessione*, in *Dir. prat. trib.*, 2016, I, pag. 9.

<sup>(7)</sup> Per questi temi cfr. S. Fiorentino, *Interpretazione della legge d’imposta e qualificazione negoziale: il necessario equilibrio tra «giusta imposizione» e «legalità del tributo»*, in *Diritto e processo tributario*, cit.

<sup>(8)</sup> Da ultimo, in generale, cfr. la risposta n. 341 del 2019 dell’Agenzia delle Entrate.

tale operazione avrebbe determinato un maggior carico fiscale, si rischierebbe la compressione dei principi costituzionali di libertà d'impresa e di iniziativa economica, di cui all'art. 41 della Costituzione.

La preoccupazione non sembra, del resto, sfuggire alla giurisprudenza, dato che in una recente pronuncia si legge che “[n]on si tratta, quindi, di sindacare o comprimere i principi costituzionali di libertà d'impresa e di iniziativa economica, imponendo alla contribuente una specifica misura di ristrutturazione, tra quelle giuridicamente possibili, solo perché essa avrebbe comportato un maggior carico fiscale. Piuttosto, si tratta di evidenziare l'esistenza di possibili modalità alternative di realizzazione della medesima operazione economica, presupposto logico necessario della verifica della ragionevolezza, secondo logiche economiche e di mercato, delle forme con le quali l'operazione stessa è stata concretamente eseguita”<sup>(9)</sup>.

In definitiva, a parere di chi scrive, il *proprium* dell'abuso sta proprio in ciò, ossia nel costituire una condotta contraria alla buona fede oggettiva, da intendere nel senso di uso distorto della libertà negoziale e degli istituti preposti dal legislatore<sup>(10)</sup>.

### 3. L'abuso del diritto nel contesto eurounitario e, nello specifico, della Direttiva Madre-Figlia.

L'analisi deve, ora, spostarsi sul secondo livello, ossia quello del diritto tributario europeo il quale, come noto, conosce a sua volta una nozione propria di abuso del diritto, prima elaborata dalla Corte di Giustizia e poi, per quanto qui rileva, recepita nella Direttiva 2016/1164/UE (cosiddetta *Anti Tax Avoidance Directive* - ATAD 1) e, in maniera pressoché speculare, nella già citata Direttiva 2011/96/UE (Direttiva Madre-Figlia, che ha rifiuto la precedente Direttiva 90/435/CEE del Consiglio, del 23 luglio 1990)<sup>(11)</sup>.

Muovendo dall'elaborazione che tale concetto ha conosciuto nella giurisprudenza della Corte di Giustizia, quest'ultima ha ribadito in più occasioni che, in linea di principio, il contribuente è libero di scegliere le operazioni che presentino il carico fiscale meno oneroso, non essendo “*obbligato a scegliere quella che implica un maggiore pagamento [...] ma, al contrario, ha il diritto di scegliere la forma di conduzione degli affari che gli permette di ridurre la*

<sup>(9)</sup> Cass., 5 dicembre 2019, n. 31772, con nota di M. BEGHIN, *Il giudizio di congruità entra nell'orbita dell'abuso del diritto: nulla di nuovo sotto la luce del sole*, in *il fisco*, n. 5 del 2020, pag. 465 ss.

<sup>(10)</sup> Sul punto, cfr. A. GIOVANNINI, *L'abuso del diritto tributario*, cit., pag. 11.

<sup>(11)</sup> Sui rapporti tra la clausola generale antiabuso prevista dall'art. 6 della Direttiva 1164 e l'art. 10-bis dello Statuto, cfr. A. COMELLI, *L'armonizzazione (e il ravvicinamento) fiscale tra lo “spazio unico europeo dell'Iva”, la Direttiva del Consiglio “contro le pratiche di elusione fiscale” e l'abuso del diritto*, in *Dir. prat. trib.*, 2018, I, pag. 1397 ss.; F. GALLO, *L'abuso del diritto nell'art. 6 della Direttiva 2016/1164/UE e nell'art. 10-bis dello Statuto dei diritti del contribuente: confronto tra le due nozioni*, in *Rass. trib.*, 2018, pag. 271 ss.

*sua contribuzione fiscale*”<sup>(12)</sup>. Tale libertà trova un limite soltanto nel divieto di abuso della normativa unionale, non potendosi estendere a comportamenti abusivi, consistenti in “operazioni realizzate non nell’ambito di transazioni commerciali normali, bensì al solo scopo di beneficiare abusivamente dei vantaggi previsti dal diritto comunitario”<sup>(13)</sup>.

Più nello specifico, affinché ricorra una fattispecie di abuso nella giurisprudenza della Corte di Giustizia, occorre anzitutto che le operazioni contestate abbiano consentito di fruire di un vantaggio fiscale il cui conseguimento, pur non comportando la violazione diretta delle disposizioni che lo prevedano, sia indebito in quanto contrario all’obiettivo da loro perseguito. Sin dalla seminale sentenza *Halifax*, infatti, la Corte ha statuito che le operazioni controverse, “nonostante l’applicazione formale delle condizioni previste dalle pertinenti disposizioni”, devono “procurare un vantaggio fiscale la cui concessione sarebbe contraria all’obiettivo perseguito da queste stesse disposizioni”<sup>(14)</sup>. Inoltre, secondo la Corte, è necessario che da elementi oggettivi risulti che le operazioni contestate abbiano essenzialmente lo scopo di conseguire un vantaggio fiscale<sup>(15)</sup>.

In altri termini, non è sufficiente che il conseguimento del vantaggio fiscale sia solo uno degli scopi principali delle operazioni contestate, qualora esse perseguano anche uno scopo economico; tale essenzialità del vantaggio fiscale è riscontrabile qualora le operazioni in esame non costituiscano “transazioni commerciali normali”, bensì “operazioni puramente fittizie”<sup>(16)</sup>. Nello specifico, spetta al giudice nazionale prendere in considerazione a tal proposito “il carattere puramente fittizio di queste ultime nonché i nessi giuridici, economici e/o personali tra gli operatori coinvolti nel piano di riduzione del carico fiscale”<sup>(17)</sup>.

Volendo dunque riassumere, l’esistenza di valide ragioni commerciali esclude la configurabilità di una costruzione di puro artificio. Pertanto, l’essenzialità dello scopo di ottenere un vantaggio tributario è comprovata dal ricorso ad una costruzione di puro artificio e la sussistenza di tale costruzione è esclusa dalla presenza di ragioni commerciali.

I principi cristallizzatisi nella giurisprudenza della Corte di Giustizia sono stati, come anticipato, recepiti anche nelle disposizioni di diritto derivato dell’Unione. Concentrandoci ora sulla Direttiva 2011/96/UE, dunque, l’art. 1, par. 2 della stessa — così come sostituito dalla Direttiva 2015/121/UE — dispone: “[...] 2. Gli Stati membri non applicano i benefici della presente direttiva a una costruzione o a una serie di costruzioni che, essendo stata posta in essere allo scopo principale o a uno degli scopi principali di ottenere un

<sup>(12)</sup> Corte di Giustizia, sent. 17 dicembre 2015, causa C-419/14, *WebMindLicenses*, punto 42.

<sup>(13)</sup> Corte di Giustizia, sent. 22 novembre 2017, causa C-251/16, *Cussens*, punti 31-32.

<sup>(14)</sup> Corte di Giustizia, sent. 12 febbraio 2006, causa C-255/02, *Halifax*, punto 86.

<sup>(15)</sup> Corte di Giustizia, sent. 12 febbraio 2006, causa C-255/02, *Halifax*, punto 75.

<sup>(16)</sup> Corte di Giustizia, sent. 12 febbraio 2006, causa C-255/02, *Halifax*, punti 69 e 64.

<sup>(17)</sup> Corte di Giustizia, sent. 12 febbraio 2006, causa C-255/02, *Halifax*, punto 81.

*vantaggio fiscale che è in contrasto con l'oggetto o la finalità della presente direttiva, non è genuina avendo riguardo a tutti i fatti e le circostanze pertinenti. Una costruzione può comprendere più di una fase o parte. 3. Ai fini del paragrafo 2, una costruzione o una serie di costruzioni è considerata non genuina nella misura in cui non è stata posta in essere per valide ragioni commerciali che riflettono la realtà economica”.*

Com'è stato osservato da autorevole dottrina<sup>(18)</sup> — seppure con riferimento alla norma antiabuso contenuta nella Direttiva 2016/1164/UE ma con considerazioni che, *mutatis mutandis*, si ritengono applicabili anche alla Direttiva Madre-Figlia — da un raffronto fra tale disposizione e l'art. 10-bis si evince che l'unica differenza tra di esse si riduce nella diversa terminologia utilizzata, ossia nella qualificazione come “non genuina” che l'art. 1, par. 2 della Direttiva fa dell'operazione “priva di sostanza economica”<sup>(19)</sup>. Del resto, nell'ordinamento nazionale l'art. 27-bis, comma 5, d.p.r. n. 600 del 1973 dispone che “[l]a direttiva (UE) 2015/121 del Consiglio, del 27 gennaio 2015, è attuata dall'ordinamento nazionale mediante l'applicazione dell'articolo 10-bis della legge 27 luglio 2000, n. 212”.

Ai fini che ci siamo proposti, dunque, è possibile analizzare unitariamente le due nozioni di abuso del diritto. Quanto, invece, alle elaborazioni della Corte di Giustizia in relazione alle fattispecie abusive nel contesto della Direttiva, può dirsi, schematizzando, quanto segue. Occorre anzitutto precisare che anche rispetto alla Direttiva Madre-Figlia la Corte di Giustizia ha confermato i principi in materia di abuso del diritto poc'anzi riassunti, ribadendo che lo scopo di una disposizione antiabuso dev'essere quello di “ostacolare comportamenti consistenti nel creare costruzioni puramente artificiali, prive di effettività economica e finalizzate a fruire indebitamente di un'agevolazione fiscale”<sup>(20)</sup>.

Il carattere indebito che deve caratterizzare la costruzione (artificiosa) porta l'interprete a doversi necessariamente interrogare attorno alla *ratio* della Direttiva Madre-Figlia, il cui aggiramento dovrebbe costituire, come

<sup>(18)</sup> Così F. GALLO, *L'abuso del diritto nell'art. 6 della Direttiva 2016/1164/UE e nell'art. 10-bis dello Statuto dei diritti del contribuente: confronto tra le due nozioni*, cit., pag. 275. L'Autore sottolinea poi come la disposizione eurounitaria ricomprenda indistintamente tanto le fattispecie di simulazione, quanto quelle di elusione fiscale, suggerendo che la disposizione nazionale antiabuso, unicamente riferita alle seconde, sia comunque conforme alla disciplina europea. Sul rapporto fra simulazione e abuso, cfr. M. BEGHIN, *Gli arbitraggi, le asimmetrie fiscali e i vantaggi “indebiti” nel prisma dell'abuso del diritto (ovvero “Abbi Dubbi”)*, in *GT-Riv. giur. trib.*, 2023, pag. 68 ss.. Sul punto, sia consentito di rinviare anche a R. BABORO, *Il confine tra fattispecie abusive e istituti affini: ricadute in termini di garanzie procedurali e motivazione*, in *GT-Riv. giur. trib.*, 2020, pag. 260 ss.

<sup>(19)</sup> Sul punto, cfr., altresì, A. COMELLI, *L'armonizzazione (e il ravvicinamento) fiscale tra lo “spazio unico europeo dell'Iva”, la Direttiva del Consiglio “contro le pratiche di elusione fiscale” e l'abuso del diritto*, cit., pag. 1426, il quale evidenzia altresì la differente formulazione delle due disposizioni considerato che, nella Direttiva, il risparmio fiscale dev'essere lo scopo principale o uno degli scopi principali della costruzione non genuina, mentre nella disposizione nazionale il vantaggio fiscale indebito costituisce lo scopo essenziale dell'operazione priva di sostanza economica.

<sup>(20)</sup> Corte di Giustizia, sent. 7 settembre 2017, causa C-6/16, *Eqiom ed Enka*, punto 30.

detto, l'ineludibile presupposto che deve ricorrere affinché il vantaggio fiscale acquisisca una siffatta natura. Si tratta di un'operazione ermeneutica che se ordinariamente può risultare di non facile svolgimento<sup>(21)</sup>, nel caso di specie risulta agevolata dai considerando della Direttiva e dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia.

Volendo riassumere, la Direttiva costituisce specifica espressione, in ambito fiscale, della libertà di stabilimento e, al fine di favorire la formazione di gruppi di società di capitali a rilevanza trans-europea, ha inteso parificare il trattamento delle distribuzioni di dividendi intrasocietari trans-europee con quelle domestiche, che già beneficiavano di regimi di limitazione della doppia imposizione economica, così da garantire la neutralità dell'imposizione nei confronti dei gruppi europei<sup>(22)</sup>. Anche secondo la Corte di Giustizia, del resto, la Direttiva “*mira ad eliminare, instaurando un regime fiscale comune, qualsiasi penalizzazione della cooperazione tra società di Stati membri diversi rispetto alla cooperazione tra società di uno stesso Stato membro e a facilitare in tal modo il raggruppamento di società a livello dell'Unione*”<sup>(23)</sup>.

È tenendo conto di questo particolare contesto normativo e dello specifico obiettivo della Direttiva, dunque, che va vagliata la natura dei vantaggi fiscali ottenuti tramite le strutture di investimento transfrontaliero, sulla cui abusività si registrano, più in generale, ormai numerose indicazioni rese dalla Corte di Giustizia che è possibile, come vedremo, ricomporre unitariamente e riportare a coerenza con quanto sinora emerso.

#### 4. Gli indici di abuso della Direttiva Madre-Figlia e le cd. sentenze danesi.

Ai nostri fini risultano anzitutto di estrema rilevanza i chiarimenti resi dalla Corte di Giustizia nelle cause riunite C-504/16 e C-613/16, *Deister Holding* e *Juler Holding*. In tali pronunce, infatti, la Corte ha riconosciuto, in via di premessa, che la Direttiva non contempla specifici requisiti circa la natura dell'attività economica delle società (madri), né circa l'importo dei loro ricavi<sup>(24)</sup>. Da ciò consegue che non può ritenersi indice risolutivo di una costruzione abusiva il fatto che l'attività economica della società madre consista nell'amministrazione dei beni delle società figlie, o che i redditi della

<sup>(21)</sup> Si pensi ad esempio alla *ratio* dell'art. 5, legge 28 dicembre 2001, n. 448 in materia di rivalutazione delle partecipazioni; cfr. L. ROSSI, M. AMPOLILLA, A. TARDINI, *La rivalutazione delle partecipazioni nelle operazioni di LBO sotto la lente dell'abuso del diritto*, in *Boll. trib.*, n. 3 del 2021, pag. 166 ss.

<sup>(22)</sup> Cfr. il quarto considerando della Direttiva.

<sup>(23)</sup> Corte di Giustizia, sentenza del 19 dicembre 2019 causa C-389/18, *Brussels Securities*, punto 35.

<sup>(24)</sup> Corte di Giustizia, sentenza del 20 dicembre 2017, cause riunite C-504/16 e C-613/16, *Deister Holding* e *Juler Holding*, punto 72.

prima derivino soltanto da tale attività<sup>(25)</sup>; piuttosto, nell'ottica della Corte, è necessario effettuare una “*valutazione complessiva della relativa fattispecie*”, per valorizzare debitamente “*elementi quali le caratteristiche organizzative, economiche o altrimenti rilevanti del gruppo di società a cui appartiene la società madre interessata nonché le strutture e le strategie di tale gruppo*”<sup>(26)</sup>.

Letta nella prospettiva di assicurare la piena realizzazione degli obiettivi della Direttiva Madre-Figlia, dunque, tale pronuncia riconosce l'importanza di tenere conto delle caratteristiche del gruppo e, in particolare, la non artificiosità di strutture di investimento in cui la società madre costituisca una holding statica, ossia un'entità la cui attività economica consiste meramente nell'amministrazione di una o più società figlie. In questo senso, è interessante notare che anche la Corte di Cassazione sembra collocarsi nella stessa ottica, avendo chiarito, proprio con riferimento alle holding statiche, che la “*manca di una significativa struttura organizzativa*” non può costituire di per sé un indice di abuso<sup>(27)</sup>.

A fronte di tali principi e nel contesto della Direttiva, dunque, è possibile a parere di chi scrive riportare a coerenza quanto ritenuto dalla Corte di Giustizia nelle già citate “sentenze danesi”<sup>(28)</sup>. In primo luogo, occorre osservare che anche in tale sede la Corte si colloca comunque nel solco dei propri precedenti riproponendo la classica scomposizione dei requisiti delle pratiche abusive nell'aggravamento dell'obiettivo oggetto della disciplina utilizzata e un elemento soggettivo, consistente nella volontà di ottenere un vantaggio derivante da tale normativa per mezzo della creazione artificiosa delle condizioni necessarie per il suo ottenimento<sup>(29)</sup>.

A fronte di tali consolidati principi, le sentenze danesi si caratterizzano per l'introduzione, fra gli indici di abuso, del concetto di beneficiario effettivo,

<sup>(25)</sup> Corte di Giustizia, sentenza del 20 dicembre 2017, cause riunite C-504/16 e C-613/16, *Deister Holding e Juler Holding*, punto 73.

<sup>(26)</sup> Corte di Giustizia, sentenza del 20 dicembre 2017, cause riunite C-504/16 e C-613/16, *Deister Holding e Juler Holding*, punto 74.

<sup>(27)</sup> Cass. civ., Sez. V, Sent. 28 dicembre 2016, n. 27112.

<sup>(28)</sup> Cfr. la pronuncia della Grande Sezione della Corte di Giustizia resa in data 26 febbraio 2019, nelle cause riunite C-116/16 e C-117/16, relative alla Direttiva Madre-Figlia, affiancate dalla sentenza resa in pari data nelle cause riunite C-115/16, 118/16, 119/16 e 299/16 concernenti la Direttiva 2003/49/CE del Consiglio, del 3 giugno 2003 (cd. Direttiva Interessi e Royalties). In merito a tali pronunce e alla loro relazione col concetto di beneficiario effettivo cfr., fra i tanti, G. CORASANITI, *L'evoluzione della nozione di beneficiario effettivo tra il modello di Convenzione OCSE e la giurisprudenza della Corte di Cassazione e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea*, in *Dir. prat. trib.*, 2021, pag. 2493 ss.; A. CONTRINO, *Note in tema di dividendi “intraeuropei” e “beneficiario effettivo”, tra commistioni improprie della prassi interna e nuovi approdi della giurisprudenza europea*, in *Riv. tel. dir. trib.*, 3 febbraio 2020; L. ROSSI, M. AMPOLILLA, *Le holding nella giurisprudenza della Corte di Giustizia (riflessioni in ordine alla sentenza cause riunite C-116/16 e C-117/16)*, in *Boll. trib.*, n. 3 del 2020, pag. 189 ss.; A. BALLANCIN, *Direttrici evolutive della clausola del beneficiario effettivo: ritorno alle origini?*, in *Corr. trib.*, 2020, pag. 477 ss.; G. BIZIOLI, *Le nuove “lenti” della Corte di Giustizia sul Mercato Interno: le cause danesi*, in *Riv. dir. fin. sc. fin.*, 2019, II, pag. 1 ss.; E. DELLA VALLE, F. FRANCONI, *Beneficiario effettivo e divieto di pratiche abusive nelle sentenze “danesi”*, in *il Fisco*, 2019, pag. 1551 ss..

<sup>(29)</sup> Corte di Giustizia, Grande Sezione, sentenza del 26 febbraio 2019, cause riunite C-116/16 e C-117/16, punto 97.

nozione, questa, a ben vedere assente nel testo della Direttiva Madre-Figlia e tradizionalmente utilizzata nel differente contesto delle Convenzioni contro le doppie imposizioni o, ad esempio, della Direttiva Interessi e Royalties. Assume particolare rilievo a tal proposito un passaggio delle sentenze danesi che si ritiene opportuno citare per esteso: nella prospettiva della Corte, infatti, “[l]a circostanza che una società agisca come società interposta può essere accertata quando l’unica attività della medesima sia costituita dal percepimento dei dividendi e dal loro successivo trasferimento al beneficiario effettivo o ad altre società interposte. L’assenza di un’effettiva attività economica dev’essere al riguardo dedotta, alla luce delle peculiarità che caratterizzano l’attività economica in questione, da un’analisi complessiva dei pertinenti elementi attinenti, in particolare, alla gestione della società, al suo bilancio d’esercizio, alla struttura dei suoi costi ed ai costi realmente sostenuti, al personale impiegato nonché ai locali ad alle attrezzature di cui dispone” (punto 104).

Tale passaggio, che si riferisce all’assenza, nella società madre percipiente dei dividendi, della natura di beneficiario effettivo come indizio di abuso, ha destato significative preoccupazioni<sup>(30)</sup>, trattandosi del resto di un elemento “eccentrico” rispetto al contesto della Direttiva Madre-Figlia e, potenzialmente, estraneo alla sua logica<sup>(31)</sup>. In effetti, se l’obiettivo della Direttiva è quello di instaurare un regime di neutralità fiscale favorendo l’aggregazione di soggetti societari europei, il fatto che il percipiente diretto dei dividendi non ne sia il beneficiario effettivo non dovrebbe essere un elemento in grado di reggere, *ex se*, una contestazione abusiva. Ciò in quanto, in assenza di elementi univoci e concordanti che provino l’aggiramento della *ratio* della Direttiva o l’artificiosità della costruzione, non verrebbero comunque integrati i requisiti dell’abuso del diritto.

È allora particolarmente importante sviluppare le dovute conseguenze di altri passaggi del ragionamento percorso dalla Corte nelle sentenze danesi per individuare con esattezza il peso da attribuire all’assenza di tale caratteristica. Tenendo conto del più generale contesto normativo e giurisprudenziale nel quale tali pronunce si inseriscono, e che abbiamo descritto *retro*, deve concludersi che il concetto di beneficiario effettivo si collochi nel ragionamento della Corte di Giustizia soltanto quale elemento meramente indiziaro, che può essere sì indicativo ma mai sufficiente per l’integrazione di una fattispecie abusiva nel contesto della Direttiva Madre-Figlia. Elemento, peraltro, la cui rilevanza va “calibrata” a seconda del contesto di riferimento: non è un caso che nelle sentenze danesi si trattasse, in entrambe le fattispecie, di

<sup>(30)</sup> Cfr. G. BIZIOLI, *Le nuove “lenti” della Corte di Giustizia sul Mercato Interno: le cause danesi*, cit.

<sup>(31)</sup> L. ROSSI, M. AMPOLLILLA, *Le holding nella giurisprudenza della Corte di Giustizia (riflessioni in ordine alla sentenza cause riunite C-116/16 e C-117/16)*, cit., pag. 196.

società facenti parte dello stesso gruppo e collocate con delle “madri” residenti in Stati extra-UE <sup>(32)</sup>.

Del resto, a tale conclusione conducono, come anticipato, anche specifici passaggi della sentenza in esame. Infatti, nelle sentenze danesi si legge che “[è] quindi l’esame di un complesso di fatti che consente di verificare la sussistenza degli elementi costitutivi di una pratica abusiva” <sup>(33)</sup>. E ancora, gli elementi dell’abuso devono risultare, secondo la Corte, “obiettivi e concordanti”; punto poi ribadito successivamente nella pronuncia, leggendosi che “[l]a sussistenza di taluni indizi può dimostrare la sussistenza di un abuso, sempreché si tratti di indizi oggettivi e concordanti. Possono costituire indizi di tal genere, segnatamente, l’esistenza di società interposte prive di giustificazione economica nonché la natura puramente formale della struttura del gruppo societario, della costruzione finanziaria e dei finanziamenti” <sup>(34)</sup>.

In definitiva, l’assenza della qualità di beneficiario effettivo in capo al percettore può rilevare solo come indizio di un possibile abuso <sup>(35)</sup>. Di conseguenza, con riferimento alla natura indebita del vantaggio fiscale conseguito tramite l’utilizzo delle disposizioni in esame, andrebbe vagliata l’operazione complessiva a fronte della succitata *ratio* della Direttiva: anche in questo caso, tuttavia, la valutazione in esame non può fermarsi a un livello superficiale. Occorre infatti ricordare che la Corte di Giustizia ha, ad esempio, non è possibile presumere la sussistenza di un abuso per la mera circostanza che una società madre residente in uno Stato sia controllata da un soggetto non titolato ai benefici della Direttiva <sup>(36)</sup>.

D’altro canto, quanto alla mancanza di sostanza economica dell’entità — o, che dir si voglia, alla sua artificiosità — riteniamo che in tale esame l’Amministrazione Finanziaria non possa limitarsi unicamente a contestare la mancanza della natura di beneficiario effettivo del percipiente, ma debba interrogarsi sull’eventuale presenza di autonome ragioni commerciali per la sua esistenza e, più a monte, dell’operazione complessivamente realizzata dalle parti, che possano quindi evidenziarne la conformità alle logiche del mercato.

<sup>(32)</sup> Corte di Giustizia, Grande Sezione, sentenza del 26 febbraio 2019, cause riunite C-116/16 e C-117/16, punto 100.

<sup>(33)</sup> Corte di Giustizia, Grande Sezione, sentenza del 26 febbraio 2019, cause riunite C-116/16 e C-117/16, punto 98.

<sup>(34)</sup> Corte di Giustizia, Grande Sezione, sentenza del 26 febbraio 2019, cause riunite C-116/16 e C-117/16, punti 99 e 114.

<sup>(35)</sup> Una tale lettura delle sentenze danesi è stata, inoltre, confermata da Assonime, secondo la quale “le sentenze danesi si preoccupano di individuare i presupposti di riconoscimento di una situazione abusiva e richiedono a questo fine un’analisi “a tutto tondo” dell’operazione, non potendo, da sola, la semplice circostanza che la holding provveda in un breve lasso di tempo a “ritrasferire” i dividendi ai soci terzi (privi dei requisiti per beneficiare della direttiva madre figlia), costituire indizio, di per sé ed isolatamente considerata, di una costruzione abusiva” (Assonime, Note e Studi n. 10/2020, pag. 11).

<sup>(36)</sup> Cfr. Corte di Giustizia, sent. 7 settembre 2017, causa C-6/16, *Egiom ed Enka*, punto 34.

## 5. Conclusioni.

In definitiva, le sentenze danesi chiamano l'interprete a un delicato bilanciamento che deve debitamente valorizzare ogni circostanza rilevante nel caso di specie, dovendo dunque soppesare attentamente anche il “peso specifico” del concetto di beneficiario effettivo in tale valutazione.

La struttura delle disposizioni antiabuso — che si abbia riferimento all'art. 10-*bis* o alla normativa europea di diritto derivato — mal si presta ad analisi superficiali sorrette da un unico elemento che assume un ruolo decisivo, come può essere nel caso di specie la (mancata) natura di beneficiario effettivo del percipiente, privilegiando, piuttosto, un esame che investa tutti gli aspetti dell'operazione, prestando il dovuto riguardo alla necessità di integrare ciascuno dei requisiti dell'abuso.

Per una corretta individuazione delle fattispecie di elusione si ritiene allora imprescindibile valorizzare, da un lato, il procedimento di accertamento dell'abuso, auspicando che i singoli Uffici possano uniformarsi alle indicazioni rese nei citati documenti di prassi — e dunque interrogarsi sulla natura indebita del vantaggio fiscale prima ancora di esaminare la sostanza economica dell'operazione — e, dall'altro, il contraddittorio col contribuente, non a caso oggetto di specifiche garanzie all'interno dell'art. 10-*bis* dello Statuto, in modo da consentire anche a quest'ultimo di poter fornire all'Amministrazione più elementi possibili per la corretta analisi della fattispecie.

## Bibliografia

- BABORO R., *Il confine tra fattispecie abusive e istituti affini: ricadute in termini di garanzie procedurali e motivazione*, in *GT-Riv. giur. trib.*, 2020, pag. 260 ss.
- BALLANCIN A., *Direttrici evolutive della clausola del beneficiario effettivo: ritorno alle origini?*, in *Corr. trib.*, 2020, pag. 477 ss.
- BEGHIN M., *Gli arbitraggi, le asimmetrie fiscali e i vantaggi “indebiti” nel prisma dell'abuso del diritto (ovvero “Abbi Dubbi”)*, in *GT-Riv. giur. trib.*, 2023, pag. 68 ss.
- BEGHIN M., *Il giudizio di congruità entra nell'orbita dell'abuso del diritto: nulla di nuovo sotto la luce del sole*, in *il fisco*, n. 5 del 2020, pag. 465 ss.
- BIZIOLI G., *Le nuove “lenti” della Corte di Giustizia sul Mercato Interno: le cause danesi*, in *Riv. dir. fn. sc. fn.*, 2019, II, pag. 1 ss.
- COMELLI A., *L'armonizzazione (e il ravvicinamento) fiscale tra lo “spazio unico europeo dell'Iva”, la Direttiva del Consiglio “contro le pratiche di elusione fiscale” e l'abuso del diritto*, in *Dir. prat. trib.*, 2018, I, pag. 1397 ss.
- CONTRINO A., *Note in tema di dividendi “intraeuropei” e “beneficiario effettivo”, tra commistioni improprie della prassi interna e nuovi approdi della giurisprudenza europea*, in *Riv. tel. dir. trib.*, 3 febbraio 2020,
- CORASANITI G., *L'evoluzione della nozione di beneficiario effettivo tra il modello di Convenzione OCSE e la giurisprudenza della Corte di Cassazione e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea*, in *Dir. prat. trib.*, 2021, pag. 2493 ss.

- DELLA VALLE E., FRANCONI F., *Beneficiario effettivo e divieto di pratiche abusive nelle sentenze "danesi"*, in *il Fisco*, 2019, pag. 1551 ss.
- FIorentino S., *Interpretazione della legge d'imposta e qualificazione negoziale: il necessario equilibrio tra « giusta imposizione » e « legalità del tributo »*, in *Diritto e processo tributario*, 2021, pag. 1 ss.
- FRANSONI G., *Abuso del diritto: generalità della clausola e determinatezza del procedimento*, in *Rass. trib.*, 2017, pag. 297 ss.
- GALLO F., *L'abuso del diritto nell'art. 6 della Direttiva 2016/ 1164/UE e nell'art. 10-bis dello Statuto dei diritti del contribuente: confronto tra le due nozioni*, in *Rass. trib.*, 2018, pag. 271 ss.
- GALLO F., *La nuova frontiera dell'abuso del diritto in materia fiscale*, in *Rass. trib.*, 2015, pag. 1315 ss.
- GIOVANNINI A., *L'abuso del diritto tributario*, in *Dir. prat. trib.*, 2016, I, pag. 895 ss.
- GLENDI C., CONSOLO C., CONTRINO A., *Abuso del diritto e novità sul processo tributario*, Assago, 2016.
- ROSSI L., AMPOLILLA M., TARDINI A., *La rivalutazione delle partecipazioni nelle operazioni di LBO sotto la lente dell'abuso del diritto*, in *Boll. trib.*, n. 3 del 2021, pag. 166 ss.
- ROSSI L., AMPOLILLA M., *Le holding nella giurisprudenza della Corte di Giustizia (riflessioni in ordine alla sentenza cause riunite C-116/16 e C-117/16)*, in *Boll. trib.*, n. 3 del 2020, pag. 189 ss.
- RUSSO P., *Profili storici e sistematici in tema di elusione ed abuso del diritto in materia tributaria: spunti critici e di riflessione*, in *Dir. prat. trib.*, 2016, I, pag. 1 ss.
- STEVANATO D., *Elusione fiscale e abuso delle forme giuridiche, anatomia di un equivoco*, in *Dir. prat. trib.*, 2015, I, pag. 695 ss.
- TUNDO F., *La Corte costituzionale sulla nullità dell'accertamento 'antielusivo'*, in *Corr. trib.*, 2015, pag. 2670 ss.
- ZIZZO G., *La clausola generale antiabuso: tra certezza del diritto ed equità del prelievo*, Pisa, 2022.
- ZIZZO G., *La nozione di abuso nell'art. 10-bis dello Statuto dei diritti del contribuente*, in AA.VV., *Abuso del diritto ed elusione fiscale*, Torino, 2016, pag. 1 ss.

# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

## *Giurisprudenza di fiscalità internazionale ed europea*

**Convenzione bilaterale franco-brasiliana: il rilievo dirimente della “clausola contro le doppie imposizioni” e l’applicabilità ai “contributi di solidarietà” (in nota alle sentenze del *Conseil d’État*, *8e et 3e chambres réunies*, nn. 440307 e 455943, dell’11 dicembre 2020 e del 14 aprile 2022)** (di GIUSEPPE FERLITO)

Il *Conseil d’État* francese, *8e et 3e chambres réunies*, adito con due ricorsi consequenziali a seguito di due rinvii operati dalla *Cour administrative d’appel* di Lione, dapprima l’11 dicembre 2020 e, di poi, il 14 aprile 2022, ha statuito definitivamente tanto sul corretto riparto della potestà impositiva tra Francia e Brasile in relazione alla tassabilità delle plusvalenze realizzate a seguito di cessione di partecipazioni detenute in una società brasiliana a preponderanza immobiliare da una residente francese, quanto sull’applicabilità della Convenzione franco-brasiliana ai cosiddetti “*prélèvements sociaux*”.

In particolare, i fatti di causa vedevano protagonisti due coniugi (*Mme G P.* e il defunto marito) entrambi residenti fiscalmente in Francia ai sensi dell’art. 4 B del *Code général des impôts (CGI)* e tassabili sul loro reddito ovunque prodotto, secondo il principio del *worldwide taxation* recepito dall’art. 4 A dello stesso Codice. Nel dettaglio, *Mme G P.* aveva ceduto a Brazil Ethanol Inc., società di diritto statunitense con sede nello Stato del Delaware, la totalità delle azioni da essa detenute nella società di capitali (“*société anonyme*”) SA Leão Irmãos Açúcar e Alcool, con sede a Rio Largo au Brésil, nell’Alagoas, uno Stato brasiliano. Dalla cessione delle partecipazioni era emersa una plusvalenza di € 3.209.281 che, secondo i coniugi, non doveva essere soggetta in Francia né all’imposta sui redditi, né ai contributi sociali. Infatti, alla luce dell’art. 13, par. 1, della Convenzione franco-brasiliana per evitare le doppie imposizioni, i contribuenti ritenevano che la potestà impositiva dovesse essere attribuita esclusivamente allo Stato brasiliano, trattandosi di una società il cui attivo era composto principalmente da beni immobili situati in Brasile.

Di diverso avviso era l’Amministrazione finanziaria che aveva escluso la

portata “ostativa” della disposizione convenzionale rispetto alla potestà impositiva della Francia, in quanto prevedente solamente l’obbligo, in capo alla Repubblica francese, di riconoscere un credito di imposta per i tributi assolti in Brasile. Di talché, su un’imposta globale di € 577.670 dovuta per l’anno 2008 (ossia il 18% del *capital gain* di € 3.209.281), il Fisco d’Oltralpe pretendeva di recuperare a tassazione (a seguito di sgravio di € 68.541 sull’imposta da corrispondere in Francia), da un lato, € 89.296 (in quanto € 419.833 erano già stati riscossi dallo Stato brasiliano) e, dall’altro, € 388.323 (il 12,1% della plusvalenza) a titolo di contributi sociali.

Dal punto di vista processuale, *Mme G P.* aveva presentato ricorso, senza esito, al *Tribunal administratif* di Lione, appellandone la decisione alla *Cour administrative d’appel* lionese che, per contro, ne aveva accolto le ragioni, statuendo che, sulla scorta della Convenzione, le imposte avrebbero dovuto essere riscosse solo in Brasile.

Di conseguenza, il *Ministre de l’économie, des finances et de la relance* proponeva ricorso innanzi al *Conseil d’État*, innescando un vero e proprio “gioco dell’oca”. In particolare, la *Haute Juridiction*, pronunciatisi con la sentenza n° 440307 dell’11 dicembre 2020, ha ritenuto che il sol fatto di riconoscere al Brasile la prerogativa per l’esercizio della sua potestà impositiva, non costituisce ragion sufficiente per cui debba essere negato il medesimo diritto alla Repubblica francese. Ciò principalmente per due ragioni: la prima attiene a un’interpretazione letterale delle disposizioni della Convenzione, nel senso che occorre tenere ben distinta l’espressione “sono imponibili” in uno Stato da quella, più restrittiva, “non sono imponibili se non in quello Stato”, poiché solo questa attribuisce a uno Stato contraente l’esclusivo diritto di imposizione; la seconda concerne precipuamente la lettura dell’art. 22 della *Double Tax Convention* franco-brasiliana in combinato disposto con l’art. 13 (ove il primo rinvia al secondo) in forza del quale sono indicate le modalità pratiche di eliminazione della doppia imposizione e, precisamente, il metodo individuato nel caso che qui interessa è quello del riconoscimento, da parte della Repubblica francese, di un credito di imposta per i tributi assolti in Brasile nel limite dell’ammontare dell’imposta dovuta in Francia. Dacché, i Giudici di ultimo grado hanno cassato la sentenza di seconde cure per errore di diritto, rinviando la causa nuovamente alla Corte di Lione che, “facendo orecchie da mercante”, ha perseverato nella sua linea di giudizio, anche se con ragioni diverse. In sostanza, tenuto conto delle contestazioni sollevate dalla contribuente in relazione al principio del “legittimo affidamento” di cui all’art. L. 80 A, *LPF*, la *Cour administrative d’appel* ha escluso il “*droit d’imposer*” dello Stato francese in ragione dell’interpretazione formale contenuta nell’*Instruction fiscale* 14 B-17-72 dell’8 dicembre 1972 emanata dal medesimo ente impositore e a commento della Convenzione franco-brasiliana. Ed ecco che, a seguito del “rinnovato” ricorso da parte del *Ministre* francese, la “patata bollente” è passata nuovamente nelle mani della *Haute Assemblée*.

Il procedimento logico-giuridico che ha condotto il *Conseil d’État* ad

annullare, per errore di diritto, la sentenza del Giudice di appello, si è fondato, primariamente, sulla corretta applicazione della “*doctrine administrative*” prodotta dalla contribuente. Tale prassi, piuttosto che essere oggetto di attività esegetica da parte della *Cour administrative d’appel*, avrebbe dovuto essere soggetta a un’interpretazione letterale e non estensiva, come da principi consolidati richiamati dal *Rapporteur public* Romain Victor. Giustappunto, l’*Instruction* sopra richiamata si limitava ad osservare che l’art. 13, par. 1, della *Double Tax Convention* attribuiva la potestà impositiva allo Stato presso il quale i beni erano situati, senza nulla aggiungere (né in positivo, né in negativo) circa la sorte dei poteri impositivi attribuiti all’altro Stato paciscente. È proprio grazie al corretto esame della prassi amministrativa allegata che i giudici di *Palais-Royal* hanno compiutamente analizzato l’art. 13, della Convenzione Francia-Brasile, non perimetrandone l’indagine al solo “primo periodo”, bensì estendendola alla luce anche degli altri “paragrafi” della medesima disposizione. Da qui, ne è derivato il corollario secondo cui, qualora una Convenzione contro le doppie imposizioni voglia escludere la potestà impositiva di uno dei due Stati contraenti, tale ripartizione è operata espressamente. Se un’esplicitazione di tal tipo è contenuta all’interno dell’art. 13, par. 2, della Convenzione (seppur con riferimento a beni mobili componenti l’attivo di una stabile organizzazione), non può affermarsi lo stesso con riguardo alla norma oggetto del contendere, quale l’art. 13, par. 1, del Trattato bilaterale che, invero, riconosce allo Stato in cui i beni immobili si trovano un diritto a sottoporre a imposizione le plusvalenze risultanti dalla loro cessione (e, come precedentemente accennato, tali beni costituivano gran parte dell’attivo della società brasiliana), senza escludere, contestualmente, il potere d’*imperio* dello Stato in cui il beneficiario delle plusvalenze è residente. Tantoché, se si considera il par. 3, della medesima norma, si noterà che, in relazione ai *capital gains* derivanti dalla cessione di beni o diritti di tipologie differenti, si è addirittura in presenza di una « *dualité du droit d’imposer* ».

Del che, avendo disconosciuto l’acclusa lesione del “legittimo affidamento” e non ostando né la prassi amministrativa, né l’art. 13, par. 1, della Convenzione franco-brasiliana, all’esercizio della potestà impositiva francese, il *Conseil d’État* ha statuito definitivamente sulla questione, essendo stata adita per la seconda volta con ricorso, nel rispetto di quanto previsto dall’art. L. 821-2, del *Code de justice administrative* e annullando per errore di diritto la sentenza di seconde cure.

La sentenza in commento appare interessante avuto riguardo a una pluralità di profili. In primo luogo, e relativamente alla prima pronuncia del *Conseil d’État*, occorre attribuire rilievo alla lettura sistematica delle disposizioni convenzionali, da parte dei Giudici di ultima istanza, nonché alla portata della “clausola di eliminazione delle doppie imposizioni” prevista dall’art. 22 del Trattato. Nel dettaglio, il *Conseil d’État* ha assegnato alla clausola in esame un valore dirimente già riconosciuto in un precedente concernente dei “gettoni di presenza” di fonte statunitense ove, anche in

quella sede, era stato ritenuto che quelle somme non potessero essere assoggettate a imposizione in Francia in quanto il loro esonero era stato espressamente previsto da una “clausola di eliminazione delle doppie imposizioni” consimile contenuta nel Trattato franco-statunitense.

Invece, per quanto attiene alla seconda pronuncia della *Haute Juridiction*, l’aspetto che assume particolare rilievo attiene all’imposizione dei cosiddetti “*prélèvements sociaux*”, ovverosia dei “contributi di solidarietà” che, a seguito di apposito intervento legislativo, sono passati dal presentare una matrice meramente previdenziale a configurarsi come vere e proprie imposte “addizionali” o “sovrainposte” sul reddito. Ebbene, la pronuncia ha così fornito il chiarimento in forza del quale i “contributi di solidarietà” istituiti posteriormente alla stipula della Convenzione franco-brasiliana, in quanto aventi la medesima natura dell’imposta sul reddito e che a essa si aggiungono, rientrano nel perimetro di applicazione della *Double Tax Convention*.

### **Bibliografia**

- CONTRINO A., *Prélèvements sociaux francesi, nozione rilevante di “tributo estero” e detraibilità delle imposte italiane*, in *Rivista di Diritto Tributario - Supplemento Online*, 2019.
- GOUTHIERE B., *Convention franco-brésilienne: la France a le droit d’imposer les plus-values immobilières imposables au Brésil même si la convention ne le précise pas explicitement*, in *Revue de droit fiscal*, 2022.
- REDAZIONE DELLA RIVISTA, *Le Conseil d’État apporte de nouvelles précisions sur la convention franco-brésilienne*, in *Droit fiscal*, 2022.

## MASSIME

***Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea***

*Rinvio pregiudiziale — Direttiva 2003/96/CE — Tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità — Articolo 5, quarto trattino — Aliquote di accisa differenziate in funzione dell'uso commerciale, o meno, di tali prodotti — Esenzioni e riduzioni fiscali facoltative — Presentazione di una domanda di riduzione fiscale facoltativa dopo la scadenza del termine previsto a tal fine ma prima della scadenza del termine di liquidazione dell'imposta di cui trattasi — Principio della certezza del diritto — Principio di effettività — Principio di proporzionalità.*

Il principio di effettività e il principio di proporzionalità, in quanto principio generale del diritto dell'Unione, devono essere interpretati nel senso che, nell'ambito dell'attuazione di una disposizione come quella di cui all'articolo 5, quarto trattino, della direttiva 2003/96/CE del Consiglio, del 27 ottobre 2003, che ristruttura il quadro comunitario per la tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità, che consente agli Stati membri di applicare, a determinate condizioni, aliquote d'imposta differenziate tra il consumo professionale e non professionale dei prodotti energetici e dell'elettricità di cui a tale direttiva, essi ostano a una normativa nazionale in forza della quale le autorità competenti di uno Stato membro sono tenute a respingere, automaticamente e senza eccezioni, una domanda di esenzione fiscale depositata entro il termine di liquidazione dell'imposta di cui trattasi, previsto dal diritto nazionale, per il solo motivo che il richiedente non ha rispettato il termine fissato da tale diritto per la presentazione di siffatta domanda.

*Sentenza della Corte (Ottava Sezione) del 22 dicembre 2022, Causa C-553/21, Hauptzollamt Hamburg contro Shell Deutschland Oil GmbH, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Direttiva 2008/7/CE — Articolo 5, paragrafo 2, lettera a) — Imposte indirette sulla raccolta di capitali — Imposta di bollo sui servizi di commercializzazione di quote di fondi comuni d'investimento collettivo in valori mobiliari a capitale variabile.*

L'articolo 5, paragrafo 2, lettera a), della direttiva 2008/7/CE del Consiglio, del 12 febbraio 2008, concernente le imposte indirette sulla raccolta di capitali, deve essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale che prevede l'applicazione di un'imposta di bollo, da un lato, sulla remunerazione percepita da un istituto finanziario, da parte di una società di

gestione di fondi comuni d'investimento, per la fornitura di servizi di commercializzazione al fine di nuovi conferimenti di capitale volti alla sottoscrizione di quote di fondi di nuova emissione, nonché, dall'altro, sugli importi che tale società di gestione riceve dai fondi comuni d'investimento nella misura in cui tali importi includono la remunerazione che detta società di gestione ha versato agli istituti finanziari per tali servizi di commercializzazione.

*Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 22 dicembre 2022, Causa C-656/21, IM Gestão de Ativos (IMGA) - Sociedade Gestora de Organismos de Investimento Coletivo SA, IMGA Rendimento Semestral, IMGA Ações Portugal Cat A, IMGA Ações América Cat A, IMGA Mercados Emergentes, IMGA Eurofinanceiras, IMGA Eurocarteira, IMGA Rendimento Mais, IMGA Investimento PPR, IMGA Alocação Moderada Cat A, IMGA Alocação Dinâmica Cat A, IMGA Global Equities Selection Cat A, IMGA Liquidez Cat A, IMGA Money Market Cat A, IMGA Euro Taxa Variável Cat A, IMGA Dívida Pública Europeia, IMGA Retorno Global Cat A, IMGA Poupança PPR, IMGA Alocação Conservadora Cat A, IMGA Iberia Equities ESG Cat A, IMGA Iberia Fixed Income ESG Cat A, IMGA Alternativo, CA Curto Prazo, IMGA Ações Europa, IMGA Flexível Cat A, CA Monetário, CA Rendimento, Eurobic PPR/OICVM Ciclo Vida 35-44, Eurobic PPR/OICVM Ciclo Vida 45-54, Eurobic PPR/OICVM Ciclo Vida + 55, Eurobic Seleção Top, IMGA European Equities Cat A contro Autoridade Tributária e Aduaneira, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Armonizzazione delle normative fiscali — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 203 — Rettifica della dichiarazione IVA — Destinatari di prestazioni non legittimati alla detrazione — Esclusione del rischio di perdita di gettito fiscale.*

L'articolo 203 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio del 28 novembre 2006 relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva (UE) 2016/1065 del Consiglio, del 27 giugno 2016, deve essere interpretato nel senso che un soggetto passivo, il quale abbia prestato un servizio e abbia indicato nella propria fattura un importo di imposta sul valore aggiunto (IVA) calcolato sulla base di un'aliquota errata, non è debitore, ai sensi di tale disposizione, della parte dell'IVA erroneamente fatturata qualora non vi sia alcun rischio di perdita di gettito fiscale in quanto i destinatari di tale servizio sono esclusivamente consumatori finali non legittimati alla detrazione dell'IVA pagata a monte.

*Sentenza della Corte (Settima Sezione) dell'8 dicembre 2022, Causa C-378/21, P GmbH contro Finanzamt Österreich, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Cooperazione amministrativa nel settore fiscale — Scambio automatico obbligatorio di informazioni con riferimento ai meccani-*

*smi transfrontalieri soggetti all'obbligo di notifica — Direttiva 2011/16/UE, come modificata dalla direttiva (UE) 2018/822 — Articolo 8 bis ter, paragrafo 5 — Validità — Segreto professionale degli avvocati — Esenzione dall'obbligo di comunicazione a favore dell'avvocato intermediario soggetto al segreto professionale — Obbligo di tale avvocato intermediario di notificare a un eventuale altro intermediario che non sia il suo cliente gli obblighi di comunicazione che gli spettano — Articoli 7 e 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea.*

L'articolo 8 bis ter, paragrafo 5, della direttiva 2011/16/UE del Consiglio, del 15 febbraio 2011, relativa alla cooperazione amministrativa nel settore fiscale e che abroga la direttiva 77/799/CEE, come modificata dalla direttiva (UE) 2018/822 del Consiglio, del 25 maggio 2018, è invalido alla luce dell'articolo 7 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, in quanto la sua applicazione da parte degli Stati membri ha l'effetto di imporre all'avvocato che agisce in qualità di intermediario, ai sensi dell'articolo 3, punto 21, della direttiva in parola, come modificata, quando quest'ultimo sia esonerato dall'obbligo di comunicazione, previsto al paragrafo 1 dell'articolo 8 bis ter della summenzionata direttiva, come modificata, a causa del segreto professionale cui è tenuto, di notificare, senza indugio, a un eventuale altro intermediario che non sia il suo cliente gli obblighi di comunicazione che gli spettano ai sensi del paragrafo 6 di detto articolo 8 bis.

*Sentenza della Corte (Grande Sezione) dell'8 dicembre 2022, Causa C-694/20, Orde van Vlaamse Balies, IG, Belgian Association of Tax Lawyers, CD, JU contro Vlaamse Regering, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 168 — Diritto a detrazione dell'IVA — Principi di neutralità fiscale, di effettività e di proporzionalità — Frode — Prova — Obbligo di diligenza del soggetto passivo — Presa in considerazione di una violazione degli obblighi derivanti da disposizioni nazionali e dal diritto dell'Unione relative alla sicurezza della catena alimentare — Mandato conferito dal soggetto passivo a un terzo per effettuare le operazioni soggette ad imposta — Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea — Articolo 47 — Diritto ad un processo equo.*

1) La direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, deve essere interpretata nel senso che:

— essa osta, qualora l'autorità tributaria intenda negare ad un soggetto

passivo il beneficio del diritto alla detrazione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) assolta a monte in quanto tale soggetto passivo ha partecipato ad una frode dell'IVA di tipo carosello, a che tale autorità tributaria si limiti a stabilire che tale operazione fa parte di una catena di fatturazione circolare;

— spetta a detta autorità tributaria, da un lato, individuare con precisione gli elementi costitutivi della frode e dimostrare le condotte fraudolente e, dall'altro, dimostrare che il soggetto passivo ha partecipato attivamente a tale frode o che sapeva o avrebbe dovuto sapere che l'operazione invocata a fondamento di tale diritto si iscriveva in detta frode, il che non implica necessariamente l'identificazione di tutti i soggetti che hanno partecipato alla frode nonché dei loro rispettivi comportamenti.

2) La direttiva 2006/112 deve essere interpretata nel senso che:

— essa non osta, qualora l'autorità tributaria attesti una partecipazione attiva del soggetto passivo a una frode dell'imposta sul valore aggiunto per negare il diritto alla detrazione, a che tale autorità tributaria fondi tale diniego, in via complementare o subordinata, su elementi di prova che dimostrino non una siffatta partecipazione, bensì il fatto che tale soggetto passivo, dando prova di tutta la diligenza richiesta, avrebbe potuto sapere che l'operazione di cui trattasi si iscriveva in una siffatta frode;

— la mera circostanza che i membri della catena di cessioni, di cui fa parte tale operazione, si conoscessero non costituisce un elemento sufficiente per dimostrare la partecipazione del soggetto passivo alla frode.

3) La direttiva 2006/112, in combinato disposto con il principio di proporzionalità, deve essere interpretata nel senso che:

— essa non osta, qualora sussistano indizi che consentano di sospettare l'esistenza di irregolarità o di una frode, a che sia richiesto al soggetto passivo di dar prova di una maggiore diligenza per assicurarsi che l'operazione effettuata non lo conduca a partecipare a una frode;

— non si può tuttavia pretendere che esso proceda a verifiche complesse e approfondite come quelle che possono essere effettuate dall'amministrazione finanziaria;

— spetta al giudice nazionale valutare se, alla luce di tutte le circostanze del caso di specie, il soggetto passivo abbia dato prova di sufficiente diligenza e abbia adottato le misure che gli si possono ragionevolmente richiedere in tali circostanze.

4) La direttiva 2006/112 deve essere interpretata nel senso che:

— essa osta a che l'autorità tributaria neghi ad un soggetto passivo, per il solo motivo che lo stesso non ha rispettato gli obblighi derivanti dalle disposizioni nazionali o dal diritto dell'Unione relative alla sicurezza della catena alimentare, l'esercizio del diritto a detrazione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA);

— l'inosservanza di tali obblighi può tuttavia costituire uno degli elementi che può essere preso in considerazione dall'autorità tributaria per accertare tanto l'esistenza di una frode dell'IVA quanto la partecipazione di

detto soggetto passivo alla frode di cui trattasi, anche in assenza di una previa decisione dell'organo amministrativo competente a constatare una tale violazione;

5) Il diritto a un equo processo, sancito dall'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, deve essere interpretato nel senso che esso non osta a che il giudice investito del ricorso avverso la decisione dell'autorità tributaria prenda in considerazione, quale elemento di prova dell'esistenza di una frode dell'imposta sul valore aggiunto o della partecipazione del soggetto passivo a tale frode, una violazione di detti obblighi, qualora tale elemento di prova possa essere contestato e discusso in contraddittorio dinanzi ad esso.

6) La direttiva 2006/112 e il principio di neutralità fiscale devono essere interpretati nel senso che non ostano ad una prassi tributaria consistente, per negare ad un soggetto passivo il beneficio del diritto a detrazione in quanto ha partecipato a una frode dell'imposta sul valore aggiunto, nel prendere in considerazione il fatto che il legale rappresentante del mandatario del soggetto passivo era venuto a conoscenza dei fatti costitutivi di tale frode, indipendentemente dalle disposizioni nazionali applicabili relative al mandato e dalle clausole del contratto di mandato concluso nel caso di specie.

*Sentenza della Corte (Decima Sezione) del 1° dicembre 2022, Causa C-512/21, Aquila Part Prod Com SA contro Nemzeti Adó- és Vámhivatal Fellebbviteli Igazgatósága, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Sesta direttiva 77/388/CEE — Articolo 4, paragrafo 4, secondo comma — Soggetti passivi — Facoltà per gli Stati membri di considerare come unico soggetto passivo persone giuridicamente indipendenti ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi (“gruppo IVA”) — Normativa nazionale che designa la società madre del gruppo IVA come unico soggetto passivo — Prestazioni interne al gruppo IVA — Articolo 6, paragrafo 2, lettera b) — Prestazioni di servizi fornite a titolo gratuito — Nozione di “fini estranei all’impresa”.*

1) L'articolo 4, paragrafo 4, secondo comma, della sesta direttiva 77/388/CEE del Consiglio, del 17 maggio 1977, in materia di armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri relative alle imposte sulla cifra di affari — Sistema comune di imposta sul valore aggiunto: base imponibile uniforme, deve essere interpretato nel senso che non osta a che uno Stato membro designi, in quanto soggetto passivo unico di un gruppo formato da persone giuridicamente indipendenti, ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi, la società madre di quest'ultimo, qualora tale società madre sia in grado di imporre la propria volontà alle altre

entità appartenenti a tale gruppo e a condizione che tale designazione non comporti un rischio di perdite di gettito fiscale.

2) Il diritto dell'Unione deve essere interpretato nel senso che nel caso di un'entità che costituisce il soggetto passivo unico di un gruppo formato da persone giuridicamente indipendenti, ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi e che effettua, da un lato, attività economiche per le quali è soggetto passivo e, dall'altro, attività nell'ambito dell'esercizio di pubbliche potestà, per le quali non è considerata soggetto passivo dell'imposta sul valore aggiunto in forza dell'articolo 4, paragrafo 5, della sesta direttiva, la fornitura, da parte di un'entità appartenente a detto gruppo, di una prestazione di servizi inerente a tale esercizio, non deve essere tassata in forza dell'articolo 6, paragrafo 2, lettera b), della direttiva in esame.

*Sentenza della Corte (Prima Sezione) del 1 dicembre 2022, Causa C-269/20, Finanzamt T contro S, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Sesta direttiva 77/388/CEE — Articolo 4, paragrafo 4, secondo comma — Soggetti passivi — Facoltà per gli Stati membri di considerare come unico soggetto passivo entità giuridicamente indipendenti, ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi (“gruppo IVA”) — Normativa nazionale che designa la società madre del gruppo IVA come unico soggetto passivo — Nozione di “stretti vincoli finanziari” — Necessità per la società madre di disporre della maggioranza dei diritti di voto, oltre alla maggioranza partecipativa — Insussistenza — Valutazione dell'indipendenza di un'entità economica alla luce dei criteri standardizzati — Portata.*

1) L'articolo 4, paragrafo 4, secondo comma, della sesta direttiva 77/388/CEE del Consiglio, del 17 maggio 1977, in materia di armonizzazione delle legislazioni degli Stati Membri relative alle imposte sulla cifra di affari — Sistema comune di imposta sul valore aggiunto: base imponibile uniforme, come modificata dalla direttiva 2000/65/CE del Consiglio, del 17 ottobre 2000, deve essere interpretato nel senso che esso non osta a che uno Stato membro designi, come soggetto passivo unico di un gruppo formato da persone giuridicamente indipendenti, ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi, la società madre dello stesso, qualora quest'ultima sia in grado di imporre la propria volontà nei confronti delle altre entità facenti parte di tale gruppo e a condizione che detta designazione non comporti un rischio di perdite fiscali.

2) L'articolo 4, paragrafo 4, secondo comma, della sesta direttiva 77/388, come modificata dalla direttiva 2000/65, deve essere interpretato nel senso

che esso osta a una normativa nazionale che subordini la possibilità per una determinata entità di formare, con l'impresa della società madre, un gruppo formato da persone giuridicamente indipendenti, ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi, alla condizione che tale società disponga, presso detta entità, della maggioranza dei diritti di voto oltre ad una partecipazione maggioritaria nel capitale di quest'ultima.

3) L'articolo 4, paragrafo 4, secondo comma, della sesta direttiva 77/388, come modificata dalla direttiva 2000/65, in combinato disposto con l'articolo 4, paragrafo 1, primo comma, della direttiva 77/388, come modificata, deve essere interpretato nel senso che esso osta a che uno Stato membro qualifichi, mediante tipizzazione, determinate entità come non indipendenti, qualora tali entità siano integrate sul piano finanziario, economico e organizzativo nella società madre di un gruppo formato da persone giuridicamente indipendenti, ma strettamente vincolate fra loro da rapporti finanziari, economici ed organizzativi.

*Sentenza della Corte (Prima Sezione) del 1 dicembre 2022, Causa C-141/20, Finanzamt Kiel contro Norddeutsche Gesellschaft für Diakonie mbH, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 132, paragrafo 1, lettera c) — Esenzioni a favore di alcune attività di interesse pubblico — Prestazioni mediche nell'ambito delle professioni mediche e paramediche — Servizio utilizzato da una compagnia di assicurazioni per verificare l'esattezza della diagnosi di una malattia grave nonché per ricercare e fornire le migliori cure e trattamenti disponibili all'estero.*

L'articolo 132, paragrafo 1, lettera c), della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, deve essere interpretato nel senso che prestazioni consistenti nel verificare l'esattezza della diagnosi di malattia grave dell'assicurato al fine di determinare le migliori cure sanitarie disponibili in vista della sua guarigione e provvedere, se tale rischio è coperto dal contratto di assicurazione e l'assicurato lo richiede, a fornire il trattamento medico all'estero non rientrano nell'esenzione prevista da tale disposizione.

*Sentenza della Corte (Ottava Sezione) del 24 novembre 2022, Causa C-458/21, CIG Pannónia Életbiztosító Nyrt. contro Nemzeti Adó- és Vámhivatal Fellebbviteli Igazgatósága, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articoli 167 e 168 — Diritto alla detrazione dell'IVA assolta a monte — Principio del divieto di frode — Catena di cessioni — Diniego del diritto a detrazione in caso di evasione — Soggetto passivo — Secondo acquirente di un bene — Evasione relativa a una parte dell'IVA dovuta all'atto del primo acquisto — Portata del diniego del diritto a detrazione.*

1) Gli articoli 167 e 168 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva 2010/45/UE del Consiglio, del 13 luglio 2010, letti alla luce del principio del divieto di frode, devono essere interpretati nel senso che al secondo acquirente di un bene può essere negato il beneficio della detrazione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) assolta a monte, con la motivazione che egli sapeva o avrebbe dovuto avere conoscenza dell'esistenza di un'evasione dell'IVA commessa dal venditore iniziale all'atto della prima vendita, anche se il primo acquirente aveva, a sua volta, conoscenza di tale evasione.

2) Gli articoli 167 e 168 della direttiva 2006/112/CE, come modificata dalla direttiva 2010/45/UE, letti alla luce del principio del divieto di frode, devono essere interpretati nel senso che al secondo acquirente di un bene che, in una fase precedente a tale acquisto, sia stato oggetto di un'operazione fraudolenta relativa soltanto a una parte dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) che lo Stato ha diritto di riscuotere deve essere negato integralmente il diritto alla detrazione dell'IVA assolta a monte, se egli sapeva o avrebbe dovuto sapere che l'acquisto in parola era collegato a un'evasione.

*Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 24 novembre 2022, Causa C-596/21, A contro Finanzamt M, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 26, paragrafo 1, lettera b) — Prestazioni di servizi a titolo gratuito — Attribuzione a titolo gratuito di buoni acquisto al personale dell'impresa del soggetto passivo nell'ambito di un programma di riconoscimento dei meriti e di premiazione — Operazioni assimilate a prestazioni di servizi a titolo oneroso — Portata — Principio della neutralità fiscale.*

L'articolo 26, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2006/112/CE del

Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, deve essere interpretato nel senso che non rientra nel suo ambito di applicazione una prestazione di servizi consistente, per un'impresa, nell'offrire buoni acquisto ai suoi dipendenti, nell'ambito di un programma da essa istituito, volto a gratificare e a premiare i dipendenti più meritevoli ed efficienti.

*Sentenza della Corte (Prima Sezione) del 17 novembre 2022, Causa C-607/20, GE Aircraft Engine Services Ltd contro The Commissioners for His Majesty's Revenue and Customs, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

## ATTUALITÀ

*European Parliament — Relazione del Parlamento europeo — Commissione per i problemi economici e monetari, del 9 dicembre 2022, sulla proposta di direttiva del Consiglio che stabilisce norme per prevenire l'uso improprio di società di comodo ai fini fiscali e che modifica la direttiva 2011/16/UE.*

Il Parlamento europeo ha licenziato, il 9 dicembre 2022, la relazione sulla proposta di direttiva del Consiglio che stabilisce norme per prevenire l'uso improprio di entità di comodo a fini fiscali e che modifica la direttiva 2011/146/UE. Nel succitato documento, il Parlamento, pur manifestando il proprio consenso, in linea di massima, alle disposizioni contenute nella proposta di direttiva del Consiglio, ha inserito una serie di emendamenti volti a intensificare la portata delle misure al riguardo previste e a tutelare maggiormente il mercato interno.

In proposito, al fine di una migliore comprensione dell'intervento del Parlamento europeo, pare il caso di compiere una breve ricognizione della proposta di direttiva in parola, tracciandone la storia, le ragioni e gli obiettivi perseguiti.

La pianificazione fiscale aggressiva, sorvolando il contesto puramente domestico, è stata oggetto di numerosi interventi e di *soft law* internazionale (basti pensare, per tutti, alle *best practices* contenute nel *Beps project* dell'OCSE e implementate nelle Convenzioni per evitare le doppie imposizioni) e di *hard law* sovranazionale (qui il pensiero è al sistema delle DAC sull'*Automatic Exchange of Information* ovvero alle arcinote direttive ATAD).

Ebbene, tra questi ultimi, si colloca la recente proposta di direttiva del Consiglio sulle c.d. *Shell Companies* (Direttiva COM (2021) 565), del 22 dicembre 2021, la quale, nonostante riconosca i decisivi progressi raggiunti grazie alle discipline succitate, ha ravvisato quantunque il perdurante rischio che le persone giuridiche con una sostanza o un'attività economica assenti o minime siano utilizzate per il raggiungimento di fini fiscali impropri, ossia l'evasione e l'elusione fiscale e la pianificazione fiscale aggressiva.

Del che, la proposta in parola ha previsto un *test* per vagliare la sostanza economica di un'entità intermedia, come di seguito esposto.

**Primo step**

Il primo *step* riguarda l'individuazione di una società come potenzialmente *conduit*, appurando se: *i*) i ricavi derivanti da mere gestioni passive di *assets* siano prevalenti rispetto ad altri ricavi o, addirittura, se siano gli unici; *ii*) l'attività prevalentemente esercitata abbia carattere transfrontaliero; *iii*) le principali funzioni di gestione siano esterne all'entità. I criteri riportati prendono il nome di *gateway* e la sola presenza di alcuni di questi determina la qualificazione delle entità come a rischio. Esse, allora, sono invitate a fornire informazioni specifiche nelle proprie dichiarazioni dei redditi, in guisa da agevolare la valutazione circa la presenza di sostanza economica.

Al riguardo, mette conto precisare che è prevista un'esenzione dagli ob-

blighi di comunicazione nei casi in cui l'esistenza dell'impresa non abbia l'effetto di ridurre l'obbligo fiscale del suo o dei suoi titolari effettivi o del gruppo, nel suo insieme, di cui l'impresa fa parte. Più in particolare, gli Stati membri possono concedere tale esenzione per un esercizio fiscale se l'impresa fornisce prove sufficienti e oggettive del fatto che la sua interposizione non comporta un vantaggio fiscale per il suo o i suoi titolari effettivi o il gruppo, nel suo insieme, a seconda dei casi. Inoltre, al termine dell'esercizio fiscale per il quale è stata concessa un'esenzione, è possibile prorogare di cinque anni la validità dell'esenzione a condizione che la situazione di fatto e di diritto dell'impresa, inclusa quella del o dei titolari effettivi e del gruppo, a seconda dei casi, rimanga invariata nel periodo di riferimento (cfr. art. 10, della proposta di direttiva).

### **Secondo step**

Si giunge, così, al secondo *step*, che si configura come la verifica strutturale dell'entità e delle informazioni da questa fornite a seguito del primo *step*, e si basa su indicatori minimi di sostanza economica, che possono essere così compendiate: *i*) disponibilità di locali a uso esclusivo; *ii*) titolarità di un *c/c* bancario nel territorio unionale; *iii*) residenza e qualifica degli amministratori, accertando l'utilizzo, da parte di questi, di autorizzazioni e deleghe conferite e il loro eventuale inquadramento in altre società, magari in qualità di amministratori stessi o dipendenti; *iv*) residenza dei dipendenti dell'entità intermedia, riscontrando, in particolare, se sia la stessa rispetto a quella dell'entità per la quale prestano la propria attività lavorativa. Sul punto, deve segnalarsi che non tutte le entità del tipo di cui si discute debbano essere inquadrate, *tout court* e definitivamente, quali "scatole vuote" volte al raggiungimento di fini fiscalmente illeciti o indebiti. Ed invero, è fatta salva la possibilità di dimostrare la presenza di una minima sostanza economica dando qualsiasi prova in tal senso diretta (cfr. art. 9, della proposta di direttiva, che, testualmente, afferma « *Gli Stati membri adottano le misure appropriate per consentire alle imprese che si presume non dispongano di una sostanza minima (...) di confutare tale presunzione fornendo qualsiasi ulteriore prova delle attività svolte per generare i redditi pertinenti* »).

Sotto il profilo delle conseguenze, infine, qualora, a seguito del *test* di sostanza economica, l'entità dovesse risultare una *shell entity* senza efficacemente confutarlo, il reddito da questa prodotto sarà direttamente imputato per trasparenza al titolare effettivo e non sarà considerata residente ai fini fiscali, con contestuale perdita dei benefici derivanti dai Trattati per evitare le doppie imposizioni e dalle direttive europee.

Quanto alla Relazione in epigrafe, con essa il Parlamento europeo ha aggiunto una serie di interventi, innanzitutto, nei considerando della proposta stessa (specificando, ad esempio, come le rivelazioni dei *Pandora Papers* abbiano portato alla luce l'utilizzo distorto di società di comodo o, ancora, come tali società abbiano consentito agli oligarchi russi di eludere le sanzioni emanate dall'Unione europea; e che si debbano prevedere, a tal fine, norme tanto ambiziose quanto proporzionate per la definizione di requisiti comuni minimi di sostanza, per il miglioramento dello scambio di informazioni e per la dissua-

sione del ricorso a entità di comodo promosso da taluni intermediari). Venendo al testo normativo vero e proprio, il Parlamento ha ridotto le soglie al di sotto delle quali un'entità debba essere considerata esente dagli obblighi di comunicazione, apportando delle modifiche all'art. 6, della proposta di direttiva.

Nel dettaglio:

### **Emendamento 23**

#### **Proposta di direttiva**

##### **Articolo 6 - paragrafo 1 - comma 1 - lettera a**

*Testo della Commissione*

*Emendamento del Parlamento*

a) oltre il **75 %** dei ricavi conseguiti dall'impresa nei due esercizi fiscali precedenti costituiscono redditi pertinenti;

a) oltre il **65 %** dei ricavi conseguiti dall'impresa nei due esercizi fiscali precedenti costituiscono redditi pertinenti;

### **Emendamento 24**

#### **Proposta di direttiva**

##### **Articolo 6 - paragrafo 1 - comma 1 - lettera b - punto i**

*Testo della Commissione*

*Emendamento del Parlamento europeo*

i) oltre il **60 %** del valore contabile degli attivi dell'impresa che rientrano nel campo di applicazione dell'articolo 4, lettere e) ed f), era situato al di fuori dello Stato membro dell'impresa nei due esercizi fiscali precedenti;

i) oltre il **55 %** del valore contabile degli attivi dell'impresa che rientrano nel campo di applicazione dell'articolo 4, lettere e) ed f), era situato al di fuori dello Stato membro dell'impresa nei due esercizi fiscali precedenti;

### **Emendamento 25**

#### **Proposta di direttiva**

##### **Articolo 6 - paragrafo 1 - comma 1 - lettera b - punto ii**

*Testo della Commissione*

*Emendamento del Parlamento europeo*

ii) **almeno il 60 %** dei redditi pertinenti dell'impresa è generato o versato mediante operazioni transfrontaliere;

ii) **più del 55 %** dei redditi pertinenti dell'impresa è generato o versato mediante operazioni transfrontaliere;

### **Emendamento 26**

#### **Proposta di direttiva**

##### **Articolo 6 - paragrafo 1 - comma 1 - lettera c**

*Testo della Commissione*

*Emendamento del Parlamento europeo*

c) nei due esercizi fiscali precedenti

c) nei due esercizi fiscali precedenti

l'impresa ha esternalizzato la gestione delle operazioni ordinarie e il processo decisionale relativo a funzioni significative.

l'impresa ha esternalizzato la gestione delle operazioni ordinarie e il processo decisionale relativo a funzioni significative **a un terzo**.

Più stringente anche sulle sanzioni, laddove, in modifica dell'art. 14, della proposta di direttiva, il Parlamento ha disposto la loro applicabilità anche ad entità con fatturato irrisorio o pari allo zero.

Nel dettaglio:

**Emendamento 54**  
**Proposta di direttiva**  
**Articolo 14 - comma 2**

*Testo della Commissione*

Gli Stati membri provvedono affinché tali sanzioni comprendano una sanzione pecuniaria amministrativa pari **ad** almeno **il 5% del fatturato** dell'impresa nell'esercizio fiscale pertinente, se l'impresa tenuta alla comunicazione a norma dell'articolo 6 non rispetta tale obbligo per un esercizio fiscale entro il termine prescritto o dichiara il falso nella dichiarazione dei redditi di cui all'articolo 7.

*Emendamento*

Gli Stati membri provvedono affinché tali sanzioni comprendano una sanzione pecuniaria amministrativa pari almeno **al 2% delle entrate** dell'impresa nell'esercizio fiscale pertinente, se l'impresa tenuta alla comunicazione a norma dell'articolo 6 non rispetta tale obbligo per un esercizio fiscale entro il termine prescritto **e una sanzione pecuniaria amministrativa pari ad almeno il 4% delle entrate dell'impresa se l'impresa tenuta alla comunicazione a norma dell'articolo 6** dichiara il falso nella dichiarazione dei redditi di cui all'articolo 7. **Nel caso di un'impresa con entrate nulle o basse, definite al di sotto di una soglia stabilita dall'autorità fiscale nazionale e che non scendano al di sotto di una soglia minima fissata dalla Commissione in un atto di esecuzione, la sanzione dovrebbe basarsi sul totale degli attivi dell'impresa.**

Si attendono, ora, i prossimi passi della Commissione e del Consiglio, con buona speranza che l'attuale testo emendato sia, ormai, quello definitivo.



## ALTRI TEMI DI INTERESSE PER LA PROFESSIONE

### ANDAMENTO CONGIUNTURALE (\*)

#### 1. Quadro macroeconomico.

L'economia USA ha resistito molto meglio di quanto ci si attendeva in questi ultimi mesi, in salita del 2,7% nel quarto trimestre e del 2,1% nell'intero anno 2022. Uno slancio più forte delle previsioni dell'economia americana fa crescere le aspettative di PIL per il 2023 stimato a +0,7%. Con la restrizione delle condizioni finanziarie, è lecito attendersi un rallentamento dei consumi privati e del mercato del lavoro finora forte e un loro indebolimento in futuro. Finora i rialzi aggressivi della Federal Reserve (Fed) hanno avuto un indesiderato impatto negativo sulla domanda aggregata. Un possibile scenario di "no-landing" per l'economia statunitense aumenta il rischio di un errore di politica che indurrebbe un rallentamento economico ancora più netto verso la fine del 2023 o l'inizio del 2024. La previsione di crescita del PIL USA per il 2024 è all'1,1% con ulteriori rischi.

Nel proseguo, l'inflazione statunitense ritracerà dai livelli attuali. Fino a quando il mercato del lavoro non inizierà a mostrare segni di debolezza però, il rischio per le previsioni di inflazione al 2023 del 3,9% rimarrà al rialzo.

Di conseguenza, ci si attende che la Fed aumenti il tasso sui Fed Funds — attualmente in range 4,50%-4,75% — durante la sessione di fine marzo di 50 punti base e all'inizio di maggio di 25 punti base.

Per il 2024, si prevede che l'inflazione statunitense rallenti ulteriormente, avvicinandosi ma non raggiungendo l'obiettivo del 2% della Fed. Sebbene attualmente si preveda che la CPI USA sia al 2,4% entro la fine del 2024, notiamo che l'inflazione media negli Stati Uniti potrebbe non tornare ai livelli pre-pandemia nel lungo termine. Le stime vedono la Fed aumentare il tasso sui Fed Fund di un totale di 75 punti base dai livelli attuali al 5,25%-5,50% e non ci si attende un taglio di tassi durante la seconda metà del 2023.

Il quadro economico dell'Eurozona è migliore di quanto delle aspettative, poiché c'è stata una crescita del PIL del 3,5% nel 2022. Con una crisi energetica che non si è concretizzata, l'Area Euro è entrata nel 2023 con prospettive migliori. Mentre vengono aumentate le stime di crescita del PIL allo 0,8% per l'anno 2023, si prospetta per l'Eurozona le possibili di entrare in

---

(\*) A cura di Alberto Fadelli e Matteo Giovanni Fava.

una recessione tecnica solo superficiale nei prossimi trimestri, ma è invece relativamente remota la probabilità di un trend recessivo grave e prolungato. Poiché lo “shock dell’offerta” positivo dei prezzi del gas europei scesi drasticamente negli scorsi mesi aumenta il reddito disponibile dei consumatori, aggiunge pressione ad un’inflazione già elevata.

Con il ciclo di rialzo dei tassi messo in atto, la Banca Centrale Europea (BCE) è comunque in ritardo rispetto alla Fed, pensiamo quindi che la BCE mantenga il suo ritmo di 50 punti base nelle riunioni di marzo e aprile e alzi il tasso sui depositi dall’attuale 2,5% al 3,5%. La dialettica della Banca Centrale “tassi più alti più a lungo” ci porta a stimare ulteriori aumenti che cumulati assommano a 1,5 punti percentuali, spingendo così il tasso sui depositi dal 2,5% al 4,0% nel 2023 senza tagli all’interno dell’orizzonte di previsione.

In Asia, dopo che il PIL cinese è cresciuto di appena il 3,0% nel 2022, si prevede che l’economia possa beneficiare ampiamente nel secondo trimestre del 2023, principalmente sulla scia di un recupero dei consumi interni con l’aumento dell’occupazione e la ripresa della fiducia dei consumatori. Mentre il fragile settore immobiliare mostra segnali incoraggianti di stabilizzazione, non prevediamo alcun impulso di crescita significativo da qui nel breve termine. Ci aspettiamo inoltre che il PIL cinese si espanderà al 5,5% nel 2023, leggermente al di sopra dell’obiettivo ufficiale di Pechino di “circa il 5%”.

Una significativa ripresa dei consumi interni, investimenti infrastrutturali mirati in tecnologia e nuove energie ed effetti base positivi saranno probabilmente i principali motori della ripresa in futuro. Poiché lo slancio di crescita potrebbe affievolirsi nell’ultima parte del 2023 a causa del ritardo della domanda esterna, ci si attende che il PIL cinese nel 2024 cresca invece del 5,3%. Le relazioni tese tra Stati Uniti e Cina, con la possibilità associata di sanzioni, rimangono un rischio al ribasso per il percorso di crescita a lungo termine del Paese.

In Giappone, l’economia è cresciuta dell’1,1% nel 2022 con un rallentamento nell’ultimo trimestre dell’anno. Mentre i robusti consumi privati sono rimasti di supporto, la produzione industriale ha visto un rallentamento ad inizio 2023. Dopo aver raddoppiato il suo tasso obiettivo allo 0,5% a dicembre, la Bank of Japan (BoJ) ha finito per acquistare ancora più titoli di Stato per difendere il nuovo limite. Sebbene il nuovo governatore Ueda, che inizia il mandato ad aprile, non sia noto quale sostenitore del controllo della curva dei rendimenti, probabilmente questo meccanismo non potrà essere abbandonato senza un’adeguata strategia di uscita. Quindi qualsiasi cambiamento dovrebbe essere solo graduale nel breve termine. Lo slancio economico del Paese, però, dovrebbe moderarsi in futuro e le previsioni di PIL sono in discesa per il 2024 rispetto al 2023.

La BoJ ha anche recentemente sottolineato che, nonostante l’inflazione superi temporaneamente l’obiettivo del 2%, non sembra essere all’orizzonte una tendenza sostenibile verso un aumento dell’inflazione, causato dall’aumento dei salari o dalle crescenti aspettative di inflazione. Tuttavia, a lungo

termine, potrebbe venire il momento per Banca Centrale di adeguare il suo kit di strumenti, includendo un possibile allontanamento dal controllo della curva dei rendimenti sui titoli di Stato.

## 2. Stime.

TABELLA 1 – Tasso di crescita del PIL (%)

	2023 F	2024 F	Consenso 2023 (BBG*)
U.S.A. <sup>1</sup>	0,7	1,1	0,6
Eurozona	0,8	1,1	0,4
Germania	0,3	1,2	0,0
Francia	0,7	0,8	0,4
Italia	0,7	0,9	0,4
Spagna	1,2	1,5	1,1
Giappone	1,0	0,8	1,2
Cina	5,5	5,3	5,2
Mondo	2,7	3,1	2,1

TABELLA 2 – Inflazione CPI (%)

	2023 F	2024 F	Consenso 2023 (BBG*)
U.S.A.	3,9	2,4	3,8
Eurozona	5,7	2,7	5,6
Germania	6,0	3,2	6,3
Giappone	2,5	1,7	2,1
Cina	2,5	2,5	2,4

• Bloomberg consensus

*Per gli Stati Uniti, la crescita del PIL Q4/Q4 % è -0,1 nel 2023 e 1,8% nel 2024,  
Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Dati al 6 Marzo 2023.*

## 3. Obbligazionario.

Con il periodo senza precedenti di bassi rendimenti che provoca incertezza sul ritardo di trasmissione della stretta monetaria sulla domanda

aggregata degli Stati Uniti e sul percorso futuro del ciclo di rialzi della Fed, i rendimenti dei Treasury statunitensi rimarranno volatili, nel breve. Lo stesso vale per i rendimenti dei Bund, poiché la politica della BCE, dipendente dai dati e dovrà attenersi alla sua dialettica di tassi “più alti più a lungo” per ridurre l’inflazione persistente dell’Eurozona.

Con il rallentamento dell’inflazione statunitense nel 2023 e il ciclo di rialzo della Fed che raggiungerà il suo picco probabilmente entro la metà dell’anno in corso, prevediamo che i mercati guarderanno ai rendimenti dei Treasury statunitensi a breve termine, ci si attende di conseguenza, un rendimento dei Treasury statunitensi a 2 anni in discesa dai livelli attuali al 4,4% a marzo 2024. Nel frattempo, il rendimento del Treasury a 10 anni dovrebbe essere salito al 4,3% per allora. Tuttavia ravvisiamo che uno scenario di “nessun atterraggio”, ovvero un’economia statunitense più forte per tutto il 2023, spingerebbe i tassi statunitensi ancora più in alto. Guardando oltre, prevediamo che i rendimenti statunitensi a 10 anni si stabilizzino intorno al 4%, ben al di sopra dei minimi dell’anno Covid. Guardando all’Eurozona, prevediamo che i rendimenti dei Bund decennali saliranno leggermente al 2,9% sull’orizzonte temporale di marzo ’24.

Le manovre delle Banche Centrali hanno influito sui rendimenti nell’ambito del credito globale che attualmente offrono un’interessante opportunità di carry per gli investitori. Prevediamo che la domanda di credito Investment Grade (IG) globale rimanga ben sostenuta nonostante l’aumento dell’offerta. Allo stesso modo, il credito High Yield (HY) globale dovrebbe attirare gli investitori grazie a rendimenti elevati, anche se potrebbe permanere della cautela a causa dei tassi di insolvenza in aumento rispetto ai livelli favorevoli degli ultimi 12 mesi. Da questo punto di vista il credito HY USA potrebbe risentirne maggiormente, dato il dibattito sull’“atterraggio” dell’economia statunitense.

Anche in un orizzonte temporale più lungo i mercati IG sia in USD che in EUR dovrebbero rimanere ben supportati per la forte preferenza degli investitori per rendimenti più elevati. I fondamentali rimangono resilienti nonostante un recente calo poiché il profilo creditizio degli emittenti rimane solido. Ci si attende quindi che gli spread si riducano ulteriormente. Allo stesso modo, nei mercati HY di entrambe le regioni, i rapporti di leva finanziaria e la capacità di servizio del debito rimangono forti. Anche l’aspettativa per i tassi di insolvenza nei prossimi 12 mesi è diminuita. Pertanto, prevediamo che gli spread si stabilizzeranno vicino ai livelli attuali.

Per il credito dei Paesi Emergenti (EM) prevediamo un moderato allargamento degli spread, poiché i rendimenti hanno già recuperato terreno e gli spread di alcuni emittenti IG EM sono a livelli storicamente bassi. Prevediamo uno sviluppo misto per il credito EM HY.

Nell’ambito del credito emergente rimaniamo ottimisti sul credito asiatico sulla scia degli alti tassi di risparmio e dei discreti bilanci societari.

TABELLA 3 – Rendimenti di mercato (obbligazioni sovrane) in %  
(previsione a Marzo 2023)

	Target Marzo 2024
USA (2 anni)	4,40
USA (10 anni)	4,30
USA (30 anni)	4,40
Germania (2 anni)	3,20
Germania (10 anni)	2,90
Germania (30 anni)	2,90
Regno Unito (10 anni)	3,60
Giappone (2 anni)	0,15
Giappone (10 anni)	0,75

TABELLA 4 – Tassi di riferimento in %  
(previsione a Marzo 2023)

	Target Marzo 2024
USA (Fed funds rate)	5,25-5,50
Eurozona (Tasso di deposito)	4,00
Regno Unito (repo rate)	4,25
Giappone (overnight call rate)	0,10
Cina (1 year lending rate)	3,65

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Dati al 6 Marzo 2023.

#### 4. Azionario.

I mercati azionari hanno registrato un forte rimbalzo dai minimi di fine ottobre scorso, quando i timori di recessione si sono attenuati, la volatilità è diminuita e il posizionamento degli investitori si è normalizzato. L'Europa ha sovraperformato molte altre regioni grazie alla sua maggiore ciclicità e a valutazioni più economiche.

Da febbraio, tuttavia, il rally ha subito una pausa quando i mercati azionari e obbligazionari scontano una risposta di politica monetaria più energica all'inflazione sorprendentemente resiliente negli Stati Uniti e in Europa e la stagione degli utili statunitensi non è riuscita a riprodurre le reazioni entusiastiche dei prezzi delle due precedenti stagioni di rendicontazione.

In questo contesto il posizionamento degli investitori e le valutazioni azionarie si sono normalizzati. Sebbene la crescita economica resiliente e l'inflazione elevata sostengano gli utili, aumentano il rischio di una risposta di politica monetaria aggressiva negli Stati Uniti e in Europa, che potrebbe tradursi in un calo ritardato ma pronunciato della crescita e degli utili a medio termine. Pertanto, si prevede che la volatilità rimanga elevata e un calo degli utili nei primi due trimestri del 2023 prima di un rimbalzo nella seconda metà dell'anno, quando l'economia passerà dalla contrazione all'espansione.

Nel frattempo, gli elevati rendimenti obbligazionari limitano lo spazio per la crescita delle valutazioni. Siamo comunque fiduciosi che le azioni europee possano sovraperformare le azioni statunitensi nell'orizzonte di previsione grazie a utili più resilienti, ponderazioni più elevate dei titoli ciclici e value, una maggiore esposizione all'Asia e valutazioni relative convenienti.

Nel frattempo, riteniamo che i mercati azionari emergenti e in particolare cinesi potrebbero riprendere forza se gli incontri politici chiave di marzo porteranno a decisioni favorevoli. Ciò potrebbe estendersi ai mercati europei. Si continuano infatti a vedere opportunità di investimento in Asia grazie alla riapertura dell'economia cinese e al previsto indebolimento del dollaro USA. In questo contesto è importante identificare opportunità interessanti in settori, fattori e temi selezionati tra i quali sono particolarmente interessanti le banche, l'energia e le small e mid cap.

TABELLA 5 – Indici azionari  
(previsione a Marzo 2023)

	<b>Target Marzo 2024</b>
USA (S&P 500)	4.100
Germania (DAX)	16.300
Eurozona (Eurostoxx 50)	4.350
Europa (Stoxx 600)	480
Giappone (MSCI Japan)	1.250
Svizzera (SMI)	11.100
Regno Unito (FTSE 100)	8.100
Mercati Emergenti (MSCI EM)	1.020
Asia ex Giappone (MSCI Asia ex Japan)	670
Australia (MSCI Australia)	1.450

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Dati al 6 Marzo 2023.

## 5. Materie prime.

I prezzi del petrolio potrebbero migliorare solo gradualmente poiché la domanda aumenta a causa della riapertura cinese. Nel breve termine, è probabile che il rialzo dei prezzi venga parzialmente compensato dalle mutevoli aspettative della politica monetaria e dal suo impatto sulla crescita globale, insieme ai prelievi a breve termine delle riserve strategiche degli Stati Uniti. Inoltre, è probabile che l'OPEC adotti un approccio attendista per quanto riguarda la direzione dei fondamentali della domanda e dell'offerta. Pertanto, è probabile che i prezzi aumentino piuttosto lentamente. Sul lungo termine invece si stima che la produzione statunitense rimane disciplinata mentre l'OPEC+ continua a fornire una base ai prezzi mentre controlla la crescita dell'offerta. Anche il prelievo dalla SPR (Strategic Petroleum Reserve)

degli Stati Uniti dovrebbe diminuire, considerato che queste riserve sono scese al minimo dal 1983. Inoltre, esiste anche la possibilità di una certa riduzione delle forniture russe con il calo delle entrate petrolifere.

Il recente sviluppo dei picchi dei tassi ufficiali nei Paesi sviluppati ha recentemente messo sotto pressione l'oro dopo la sua forte corsa verso la fine del 2022 sulla scia degli elevati acquisti delle banche centrali stesse. Man mano che si consolidano le aspettative di uno scenario di tassi ufficiali "più alti più a lungo", è probabile che il rialzo nel breve termine del metallo prezioso si affievolisca. Entro la fine del prossimo anno invece si stima che le principali banche centrali dei Paesi sviluppati abbiano già raggiunto i tassi terminali, il che dovrebbe attenuare i venti contrari per l'oro che dovrebbe essere anche supportato dal perdurare della forte domanda fisica, soprattutto da parte delle banche centrali dei Paesi Emergenti che cercano una diversificazione dagli asset in USD.

TABELLA 6 – Materie prime in USD  
(previsione a Marzo (2023))

	<b>Target Marzo 2024</b>
Oro	1.940
Petrolio (Brent Spot)	100

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Dati al 6 Marzo 2023.

## 6. Valute.

Le prospettive di crescita dell'Eurozona sono notevolmente migliorate e ora anche la BCE sta aumentando in modo aggressivo. Questo, insieme a rendimenti obbligazionari nazionali più elevati, dovrebbe contribuire a portare afflussi nell'area dell'euro. La politica monetaria aggressiva negli Stati Uniti insieme alla potenziale domanda di rifugio sicuro dovuta alle preoccupazioni sulla crescita globale dovrebbero compensare parte del rialzo dell'Euro. Pertanto prevediamo EUR/USD a 1,10 a fine marzo 2024.

In Oriente invece è probabile che le trattative salariali da parte dei sindacati giapponesi si traducano in un forte aumento salariale, che probabilmente spingerà l'inflazione verso l'alto. Ciò potrebbe fornire un argomento per porre fine al controllo della curva dei rendimenti e aumentare il tasso ufficiale, a sostegno dello yen.

La resilienza del mercato del lavoro e il calo dei prezzi del gas indicano una recessione superficiale piuttosto che grave nel Regno Unito. Anche il calo del differenziale di rendimento reale con gli Stati Uniti dovrebbe sostenere la sterlina.

L'ottimismo che circonda la riapertura cinese dovrebbe essere compensato in una certa misura da un deterioramento delle partite correnti con il ritorno dei turisti cinesi verso destinazioni internazionali e il calo del surplus commerciale, che dovrebbe sostenere solo moderatamente il CNY.

TABELLA 7 – Valute  
(previsione a Marzo 2023)

	<b>Target Marzo 2024</b>
EUR vs. USD	1,10
EUR vs. JPY	138
EUR vs. CHF	1,05
EUR vs. GBP	0,89
USD vs. CNY	6,95

*Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Dati al 6 Marzo 2023.*

## SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

### CORPORATE GOVERNANCE

DELLA CORTE G., *La corporate governance e l'impatto sulle performance economico-aziendali*, Collana Studi economico-aziendali "Egidio Giannessi", Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. 245, 30,00 euro.

Nell'ambito dell'economia aziendale, la *corporate governance* riveste una posizione di particolare rilievo, posto che, come noto, definisce le variabili causali che impattano sulle *performance* aziendali. Il recente verificarsi di fenomeni di crisi ha reso il tema di particolare attualità, al fine di identificare nuovi assetti di *governance* in grado di garantire maggiore trasparenza e consolidare, conseguentemente, il rapporto e la fiducia degli *stakeholder*. Su tali premesse, Gaetano della Corte con il proprio lavoro si propone di offrire elementi per una riflessione comparata sul ruolo della *corporate governance* come fattore strategico di indirizzo e controllo, di orientamento dell'impresa verso comportamenti socialmente responsabili nonché della promozione della trasparenza interna ed esterna. Il lavoro utilizza un approccio di tipo deduttivo, procedendo dapprima a richiamare i *framework* teorici internazionali di riferimento sulla *corporate governance*, tra cui la teoria degli *stakeholder*, la teoria dell'agenzia, la teoria della *stewardship* e la teoria della dipendenza dalle risorse. Dopo aver sistematizzato i principali *framework* teorici, l'autore si focalizza sugli studi nazionali e internazionali incentrati sull'analisi delle relazioni di causa-effetto tra la struttura di *governance* e le *performance* aziendali, con particolare enfasi sul ruolo del consiglio di amministrazione. Allo scopo poi di supportare il *framework* teorico tratteggiato e la più importante letteratura esaminata, l'ultima parte del contributo è arricchita di uno studio empirico condotto su un campione di 50 imprese italiane quotate nel segmento STAR della Borsa valori nel periodo 2011-2019, così da fissare dei possibili "punti fermi" nella relazione tra *governance* e *performance* nell'attuale prassi economico-aziendale.

## DIRITTO COMMERCIALE

LUCIANO A. M., *Riunione assembleare e diritto d'intervento. Collegialità e tecnologia nel diritto azionario*, Collana Sistema finanziario e diritto dell'impresa, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. 324, 39,00 euro.

Il volume di Alessandro M. Luciano tratta della riunione assembleare e del diritto d'intervento esercitabile in tale sede, tenuto conto delle più recenti evoluzioni del diritto azionario italiano ed europeo, alla luce anche degli strumenti offerti dalle nuove tecnologie, nonché dell'esperienza maturata durante l'emergenza pandemica. Sono dunque affrontati, tra l'altro, alcuni dei più rilevanti aspetti giuridici concernenti l'intervento in presenza (sia essa fisica o virtuale) e *in absentia*, unitamente alla questione relativa alle funzioni della riunione e del metodo collegiale così come, più in generale, al ruolo assunto dall'assemblea e dagli azionisti nell'ambito del governo della società per azioni.

SPOLAORE P., *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Collana Sistema finanziario e diritto dell'impresa, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2023, pagg. 194, 25,00 euro.

Con il proprio lavoro Piergiuseppe Spolaore si propone di ricostruire il regime societario della partecipazione sociale nella società a responsabilità limitata, le cui quote sono oggetto di offerta mediante *equity crowdfunding*. A seguito di una disamina degli sviluppi storico-normativi che hanno condotto all'attuale stato dell'arte, di un quadro comparatistico sull'accessibilità al *crowdfunding* da parte di "società personalistiche di capitali", nonché dell'analisi della fattispecie *crowdfunding* sulla base della specifica normativa europea, vengono delineati i diritti spettanti in via sia individuale sia collettiva al socio-investitore, nonché, in generale, l'assetto organizzativo interno all'ente. Piergiuseppe Spolaore enuclea, dunque, uno statuto normativo applicabile alla partecipazione sociale nella s.r.l., le cui quote sono oggetto di offerta tramite *crowdfunding*, parzialmente correttivo rispetto alla disciplina codicistica, oltre a delineare gli spazi entro i quali l'autonomia statutaria può esplicitarsi.

ZANARONE G., *La S.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2023, pagg. 838, 95,00 euro.

Nel panorama delle società di capitali italiane, la società a responsabilità limitata rappresenta un'importante realtà, la quale è stata oggetto di particolari modifiche nel 2003 con la cd. "riforma del diritto societario", che l'hanno condotta dall'essere una versione *minor* della società per azioni a un vero e proprio modello societario autonomo. Ciò premesso, in occasione dei vent'anni

da questa importante riforma, Giuseppe Zanarone compie un approfondito esame della disciplina di questa forma societaria, alla luce anche di tutte le ulteriori modifiche che sono intervenute sino a oggi. Vengono, così, analizzate le liberalizzazioni, le semplificazioni, i nuovi canali di finanziamento, le misure per l'innovazione e la loro parziale estensione a tutte le piccole e medie imprese, nonché gli interventi sulla *corporate governance*.

## DIRITTO TRIBUTARIO

MARELLO E., *Mitologia dell'imposta sul patrimonio*, Collana Quaderni tributari, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, pagg. 187, 18,00 euro.

Come osserva Enrico Marelo, l'imposta sul patrimonio presenta oramai i caratteri del mito: è divenuta infatti lo strumento di descrizione totalizzante di una realtà misteriosa, ed è immaginata come una delle forze primarie del cambiamento, con la capacità di produrre fenomeni di emulazione e mobilitazione. È interessante, allora, ricostruire la nascita del mito, individuandone le radici, ragionando sui diversi percorsi che hanno condotto alla formulazione attuale, per poi analizzare i risultati eccezionali che si vorrebbero far raggiungere a questa imposta.

Le domande che si inseguono in questo libro sono quelle fondanti la teoria e la prassi dell'imposta sul patrimonio, con un occhio di riguardo alle provocazioni del Piketty-pensiero. Quali sono i rapporti tra reddito e patrimonio? L'imposta generale è preferibile rispetto all'imposta speciale? Quale significato giuridico ha la distribuzione e la diseguaglianza patrimoniale? È corretto costruire un sistema di "classi" patrimoniali? I fortunati ricchi del primo centile sono "colpevoli"? L'imposta patrimoniale può essere uno strumento di regolazione del capitale? Qual è l'incidenza sull'attitudine al risparmio? Esiste un limite all'imposta sul patrimonio?

MAURO M., *La responsabilità tributaria del consulente*, Collana Diritto tributario contemporaneo, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2023, pagg. 214, 28,00 euro.

Le prestazioni svolte dal professionista, alla luce della globalizzazione dei mercati e della diffusione delle imprese multinazionali, sono eterogenee. Tra queste assume primaria rilevanza l'attività di consulenza fiscale con particolare riguardo alle condotte che possono essere qualificate come elusive o, nella peggiore delle ipotesi, evasive. Nell'opera di Michele Mauro sono analizzati i profili di responsabilità fiscale, sia amministrativa sia penale, del consulente con particolare riguardo al concorso di persone, all'autore "mediato", alla delega di funzioni (eventualmente congiunta alla delega di firma), ossia agli istituti del diritto sanzionatorio tributario rispetto ai quali le prestazioni

svolte dal consulente si pongono quali elementi di problematicità applicativa. I risultati dimostrano che le ipotesi di responsabilità tributaria del consulente sono circoscritte. Ciononostante manifesta è l'inadeguatezza della disciplina in funzione preventiva e dissuasiva con riguardo a comportamenti marcatamente contrari alle finalità proprie dell'ordinamento tributario. Auspicati sono gli interventi riformatori in ordine alla colpevolezza, con particolare riguardo all'elemento soggettivo, nonché all'individuazione delle sanzioni (anche accessorie) da quantificare con riferimento al concreto disvalore del comportamento del professionista.

ZAGÀ S., *Le società semplici. Disciplina reddituale e forme di trasparenza fiscale*, Collana Diritto tributario contemporaneo, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2023, pagg. 228, 32,00 euro.

La disciplina reddituale delle società semplici — condizionata dalla non commercialità dell'oggetto sociale e dalla "ingerenza" dei soci nella gestione dei beni e delle attività sociali — merita di essere esaminata, anzitutto, per gli effetti che la legislazione fiscale ha prodotto in ambito civile, con riferimento alle attività economiche esercitabili. Nello studio di Stefano Zagà, previa qualificazione dei redditi prodotti e individuazione dei relativi regimi impositivi, vengono identificate quattro forme di trasparenza fiscale, di cui sono analizzati, in un'ottica di sistematizzazione, gli elementi strutturali che le accomunano e le differenziano, con particolare attenzione alla ricostruzione del presupposto d'imposta. L'obiettivo dell'opera è infatti quello di individuare le soluzioni alle criticità derivanti dall'applicazione dei regimi impositivi connessi alle diverse forme di trasparenza.

## CONDIZIONI DI ABBONAMENTO PER IL 2023

Unione europea .....	€ 165,00
Paesi extra unione europea .....	€ 240,00
Prezzo di un singolo numero .....	€ 40,00
(Extra U.E. € 60,00)	

Sconto 10% per gli iscritti agli Ordini professionali, Associazioni professionali, Università.

Le annate arretrate a fascicoli, dal 2015 fino al 2021, sono disponibili fino ad esaurimento scorte.

### RIVISTA ON-LINE ALL'INTERNO DI "BIBLIOTECA RIVISTE" DAL 1975

U.E. .... € 125,00\*

\*IVA ESCLUSA

La rivista on-line riproduce, in pdf, i contenuti di ogni fascicolo dall'anno indicato fino all'ultimo numero in pubblicazione.

La sottoscrizione dell'abbonamento garantisce un accesso di 365 giorni dalla data di sottoscrizione.

In seguito alla sottoscrizione sarà inviata all'abbonato una password di accesso.

Il sistema on-line Biblioteca Riviste permette la consultazione dei fascicoli attraverso ricerche:

- full text;
- per estremi di pubblicazione (numero e anno fascicolo);
- per data.

In caso di sottoscrizione contemporanea a due o più riviste cartacee tra quelle qui di seguito indicate **sconto 10% sulla quota di abbonamento:**

	Unione europea	Paesi extra Unione europea
Banca borsa titoli di credito	€ 185,00	€ 275,00
Diritto del commercio internazionale	€ 185,00	€ 275,00
Giurisprudenza commerciale	€ 235,00	€ 360,00
Rivista dei dottori commercialisti	€ 165,00	€ 240,00
Rivista delle società	€ 170,00	€ 250,00

Gli sconti non sono cumulabili

L'abbonamento alla rivista cartacea decorre dal 1° gennaio di ogni anno e dà diritto a tutti i numeri relativi all'annata, compresi quelli già pubblicati.

Il pagamento può effettuarsi direttamente all'Editore:

- con versamento sul **c.c.p. 721209**, indicando chiaramente gli estremi dell'abbonamento;
- **a ricevimento fattura** (riservata ad enti e società);
- acquisto on-line tramite sito "shop.giuffre.it"
- oppure tramite gli **Agenti Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.** a ciò autorizzati (cfr. <https://shop.giuffre.it/shop>).

Il rinnovo dell'abbonamento deve essere effettuato entro il 31 marzo di ciascun anno.

I fascicoli non pervenuti all'abbonato devono essere reclamati al ricevimento del fascicolo successivo. Decorso tale termine si spediscono, se disponibili, contro rimessa dell'importo.

Le comunicazioni in merito a mutamenti di indirizzo vanno indirizzate all'Editore.

Per ogni effetto l'abbonato elegge domicilio presso la Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A. Via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano.

Per ogni controversia, sarà competente esclusivamente il Foro di Milano.

Corrispondenza, manoscritti, pubblicazioni, periodici debbono essere indirizzati alla Direzione della Rivista.

## INDICAZIONI PER LA PREDISPOSIZIONE E L'INVIO DEI CONTRIBUTI

I contributi destinati alla sezione "**dottrina**" devono essere presentati in formato word; la lunghezza massima è di 25 cartelle; ogni cartella deve essere redatta in carattere Times New Roman 12, interlinea singola, 3 cm di margine per lato; il titolo non deve superare le due righe; il nome dell'autore deve essere riportato senza titoli professionali o accademici; i paragrafi devono essere indicati con titoli specifici, numerati ed evidenziati in grassetto.

Deve essere predisposta una sintesi dell'articolo in lingua inglese (*abstract*), di estensione non superiore a 20 righe, contenuta in un box riquadrato dopo il titolo.

I riferimenti bibliografici devono essere lasciati all'interno del testo nella forma nome dell'autore/anno della pubblicazione (esempio: Rossi 2008); la bibliografia, in ordine alfabetico per autore, deve essere inserita dopo il testo e deve uniformarsi ai criteri seguenti:

a) per i volumi: cognome e iniziale/i del nome dell'autore (o nome dell'ente), titolo in corsivo, editore ed anno di pubblicazione. Ad esempio: Rossi M., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè 2008.

b) per gli articoli tratti da riviste: cognome e iniziale/i del nome dell'autore (o nome dell'ente), titolo in corsivo, nome della rivista, numero del volume della rivista ed anno di pubblicazione, numero della pagina iniziale. Esempio: Rossi M., *Le valutazioni di bilancio*, Rivista dei dottori commercialisti 1/2008, pag. 80 e ss.

Le note, pertanto solo di commento e di riferimento bibliografico, devono essere contenute il più possibile.

Ai fini della procedura di referaggio, il nome dell'autore sarà riportato sotto al titolo dell'articolo (senza titoli professionali o accademici) solo nella versione finale; l'autore deve inviare la bozza in forma anonima, espungendo il nome dall'intestazione (lasciando al suo posto dei puntini) e avendo cura che in nessuna altra parte del lavoro siano contenute citazioni o riferimenti che possano far risalire all'identità dell'autore medesimo.

I contributi destinati alla sezione "**attualità e pratica professionale**" devono rispettare i medesimi standard previsti per i contributi della sezione "dottrina"; non devono superare le 12 cartelle, non è richiesto per essi l'*abstract* in inglese e non devono essere proposti in forma anonima.

Gli articoli devono essere spediti via e-mail all'indirizzo [redazione-rdc@odcec.mi.it](mailto:redazione-rdc@odcec.mi.it).

L'autore deve indicare indirizzo e recapito telefonico ed allegare una breve nota informativa bio-bibliografica.

---

*I contributi pubblicati in questa rivista potranno essere riprodotti dall'Editore su altre proprie pubblicazioni in qualunque forma.*

---

Autorizzazione del Tribunale di Milano al n. 1534 del 29 agosto 1949  
R.O.C. n. 6569 (già RNS n. 23 vol. 1 foglio 177 del 2/7/1982)



Publicità inferiore al 45%  
Stampato da Galli Edizioni S.r.l. - Varese



21101955